CRISIS MONETARIAS Y FINANCIERAS: EXPERIENCIAS RECIENTES CON ESPECIAL REFERENCIA A LAS ECONOMÍAS LATINOAMERICANAS

FELIX VARELA PARACHE
Universidad de Alcalá.

1. Introducción

En un reciente informe sobre Latinoamérica, el desempleo aparece como la principal preocupación de los habitantes de la región. Ningún otro motivo afecta tanto al desempleo y a la pobreza como las crisis económicas. No es que sus efectos se concentren en los más pobres sino que éstos tienen menos capacidad para combatirlos. Con rentas próximas a las de subsistencia, los más pobres tienen niveles de ahorro muy bajos y están en perores condiciones para combatir las circunstancias adversas derivadas de las crisis. Además, la falta de acceso a la seguridad social y a cualquier otro mecanismo de seguro, hace que sus consecuencias sean especialmente dramáticas. Las estimaciones disponibles señalan que la proporción de trabajadores sin seguridad social dentro del estrato formado por el 20% de los trabajadores con menor renta, está entre el 28% en Chile y el 76% en Honduras. En su mayor parte se trata de trabajadores por cuenta propia o de trabajadores familiares no retribuidos, pero también hay un número elevado de trabajadores por cuenta ajena, principalmente en empresas pequeñas.

Las crisis económicas a veces tienen un origen nacional y se derivan de la necesidad de restablecer el equilibrio después de un período de políticas monetarias y fiscales excesivamente pródigas. Pero éste no ha sido el origen característico de las crisis en los años noventa, ya que, en general, ha habido una mejora de los equilibrios internos de las economías. Tampoco se ha tratado de crisis macroeconómicas típicas de origen internacional, que se inician a partir de una baja coyuntural de los

países industriales o, principalmente, de los Estados Unidos. Hasta ahora, éstas eran las crisis que preocupaban más a los países en desarrollo por el carácter generalizado de su efecto. Aunque estos movimientos cíclicos parecen haberse suavizado considerablemente en los países industriales durante la segunda mitad del siglo XX, siguen afectando gravemente a los países en desarrollo, al ir acompañados de empeoramientos apreciables de la relación de intercambio. Pero a esas crisis tradicionales se han unido otras, características del final de siglo, originadas por la súbita interrupción o el cambio en la dirección de los flujos de capital, que originan situaciones frecuentemente perturbadoras para sus economías. Las crisis monetarias de esta índole no solo han aumentado en frecuencia en tiempos recientes, sino que sus consecuencias se han hecho mucho más intensas. Son crisis cuyo efecto se extiende, a través de un fenómeno de contagio, a un amplio número de países, incluso a algunos aparentemente poco relacionados con el que lo origina.

En la presente intervención haré, primero, una exposición breve de las crisis de esta índole que se han producido en los últimos tiempos, centrándome después en las medidas que se están adoptando a nivel internacional y en lo que pueden hacer los países para tratar de anticipar y evitar dichas crisis y para suavizar sus efectos.

2. Los movimientos de capital y las crisis monetarias

La evolución económica ha llevado a un peso creciente del mercado como eje de la organización económica. Las fuerzas de mercado juegan un papel más relevante que en décadas anteriores, tanto en su actuación dentro de los países como internacionalmente. Ello ha facilitado la creciente globalización económica, una de las características del mundo actual. En este ámbito merecen mención especial los movimientos de capital, cuya movilidad se ha acelerado en los últimos diez o quince años, con una considerable influencia sobre el funcionamiento, de los mercados

monetarios y financieros, incluida la posibilidad de crear inestabilidad en ellos.

El proceso de liberalización de los movimientos de capital empezó a alcanzar impulso en los años setenta, pero sólo recientemente ha ganado profundidad y generalización. Antes de la segunda mitad de los años ochenta, la internacionalización se produjo principalmente a través de los mercados "off-shore": del mercado de eurodivisas; y después, especialmente en los años ochenta, mediante el desarrollo de euromercados sin intermediación bancaria (Eurobonos, Europapel Comercial, etc...). Pero la segunda mitad de los ochenta y el principio de la última década se han caracterizado por el desarrollo de la financiación a través de los mercados nacionales, utilizando principalmente el vehículo de la deuda pública. Ha habido una internacionalización sin precedentes de los mercados financieros hasta entonces típicamente nacionales.

Esta creciente internacionalización de los mercados nacionales ha sido potenciada por otro cambio estructural: el crecimiento de la inversión institucional. En los mercados financieros ha habido una concentración de la inversión en grandes entidades institucionales especializadas. Entidades que están en mejores condiciones que cualquier otro inversionista, para afrontar los problemas y riesgos que implican las inversiones transfronterizas.

Factores técnicos e innovaciones financieras han contribuido también al aumento de las operaciones transfronterizas de capital y a la internacionalización creciente de las carteras. Las innovaciones financieras, al crear nuevos instrumentos que permiten tomar posiciones en divisas extranjeras o modificar los riesgos antes asumidos. Los desarrollos técnicos, especialmente los informáticos y de comunicaciones, al facilitar la realización de operaciones y el control de sus riesgos.

De esta forma, durante las dos últimas décadas del siglo XX, la financiación internacional ha experimentado un cambio radical y los flujos de capital se han movido con un grado de libertad que contrasta con el existente a lo largo de la mayor parte de dicho siglo. Coincidiendo con la finalización de éste, varios estudios han destacado los paralelismos- y también las diferencias- entre el fin de ambas centurias respecto a la liberación de los flujos financieros (Bordo et al (1998) y Baldwin y Martín (1999). Varela, F. (1996). Esta expansión de la inversión internacional ha llevado a que el total de inversión en el extranjero de los diferentes países alcanzará 2'5 billones de dólares, a principios de la década de los noventa.

La movilidad de capitales, que se invierten internacionalmente, tiene un efecto muy favorable al implicar una mayor eficiencia. Tanto los países industriales como un número apreciable de países en desarrollo se han beneficiado de ella. Estos últimos han experimentado dos oleadas principales de entrada de dichos flujos. La primera, en los años setenta, estuvo constituida por flujos que, en su mayor parte, eran de origen bancario y tuvieron como destinatarios a los Estados. La segunda, más importante en su cuantía, ocurrió en los noventa y en ella los bancos desempeñaron un papel menos relevante. Sus principales componentes fueron inversiones de cartera e inversiones directas de empresas. Las entidades privadas y no los Estados, fueron los receptores principales de fondos, a diferencia de lo que había ocurrido en los setenta.

Este fuerte flujo de entradas de capital ha tenido también algunas connotaciones negativas. Entre ellas, la más relevante es la abundancia e intensificación de las crisis monetarias y bancarias de las que la última década del siglo ha dejado buena muestra. Durante ella se han producido diversas crisis caracterizadas por el papel determinante desempeñado por los movimientos de capital y por la aparición de fenómenos de contagio que afectan a otros países, a veces aparentemente poco relacionados con el inicialmente afectado.

Ya antes de los noventa, hubo crisis monetarias en las que los movimientos de capital despeñaron un papel relevante. Dejando a parte la que afectó al dólar, a principios de los setenta, la más importante fue la crisis de la deuda que se inició con el impago de México en 1982 y se propagó muy pronto a un considerable número de países en desarrollo. Dicha crisis guarda similitudes con las crisis de los noventa, pero con una diferencia fundamental: si bien provocó una interrupción de los créditos bancarios que dichos países habían venido recibiendo en la década anterior, no se produjo una salida súbita de tales fondos, ya que el proceso consistió, primero, en el impago y, después, en la renegociación de la deuda. Los bancos no tuvieron, en sus manos, la posibilidad de retirar fondos y, además, al principio, tuvieron que aceptar la concesión de otros nuevos, al menos en las renegociaciones de la deuda de los países más importantes. Por el contrario, en las crisis de los años noventa, con mayor desarrollo de la inversión de cartera y con la deuda incorporada en títulos negociables, la salida especulativa de fondos tiene un carácter determinante en la iniciación de la crisis y en su intensidad, con grave impacto inmediato en el mercado de cambios. Por eso las crisis de la última década ofrecen una perspectiva distinta.

La primera crisis de esta índole fue la que se produjo en 1992 entre países europeos, en su mayor parte participantes en el Sistema Monetario Europeo. Estos habían venido disfrutando de un largo período de estabilidad cambiaria durante la segunda parte de los años ochenta y principios de los noventa. Durante él, la estabilidad de los tipos de cambio entre monedas europeas tiene credibilidad y los movimientos de capital hacia países con tipos de interés relativamente altos, les permiten no sólo financiar desequilibrios de balanza por cuenta corriente, a veces elevados, sino acumular crecientes reservas e incluso que sus monedas tiendan a apreciarse. Esta credibilidad se reforzó con la negociación y firma de los Acuerdos de Maastricht, al convertirse en una condición para participar en la futura Unión Monetaria Europea, no haber realizado modificaciones cambiarias. Durante los años anteriores a 1992, los inversores estimaron

que podía asumirse el riesgo de invertir en títulos con rendimiento relativamente elevado, como los de Italia y España. Este idilio entre los inversores y los países europeos con rentabilidades altas, llegó a término abruptamente en 1992. La razón económica de fondo, que motivó el cambio de postura, fue la unificación alemana y las alteraciones que produjo en los equilibrios económicos y monetarios del país, al aumentar tanto el gasto público (inversión en infraestructuras y compensación por desempleo, principalmente), como el gasto privado (anticipación de mejoras en los salarios reales). Al no existir un aumento similar por el lado de la oferta, esta presión excesiva sobre los productos alemanes sólo hubiera podido ser compensada, a corto plazo, mediante una revaluación del marco que disminuyera la demanda de bienes comercializables. Esta fue, inicialmente, la postura respaldada por el Bundesbank. Sin embargo, no resultó una política aceptable para otros países, especialmente para Francia, que aspiraban a forzar una política más expansiva del Banco Federal Alemán. Esto no se consiguió, dejando latente un grave desequilibrio que explotaría a mediados de 1992.

El disparador fue político. El resultado negativo del "referendum" danés sobre la participación del país en los acuerdos de Maastricht y la incertidumbre sobre otros que se anunciaban, incluido el francés, puso en duda el futuro de la integración monetaria europea y, con ello, la credibilidad de que habían gozado las monedas de los países cuyos tipos de interés elevados les habían permitido atraer fondos en el periodo precedente. Coincidió esto con el empeoramiento coyuntural, avanzado ya en Estados Unidos y en el Reino Unido, pero que comenzaba a afectar a otros países europeos, excepto Alemania, donde el incremento del gasto público derivado de la unificación retrasó su aparición.

Los inversores apreciaron la incompatibilidad entre la austeridad exigida por el mantenimiento de la paridad externa y la conveniencia de una política más expansiva, derivada de la situación coyuntural. El ataque especulativo era una consecuencia lógica y no puede sorprender que

varias monedas europeas los sufrieran sucesivamente, casi hilvanados unos tras otros, obligando a algunas de ellas a devaluar o a separarse del mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo, del que hasta entonces formaban parte. Así, Italia e Inglaterra tuvieron que abandonar el Sistema al finalizar el verano de 1992; también cabe mencionar a Suecia, que aunque no formaba parte formalmente del Sistema, de hecho mantenía una fijación equivalente de su tipo de cambio. Por su parte, otras monedas como la peseta, el escudo y la libra irlandesa tuvieron que devaluar en distintos momentos y, en algunos casos, más de una vez. Finalmente, ante ataques especulativos de gran magnitud contra el franco francés, las reglas del mecanismo de cambios tuvieron que ser modificadas sustancialmente, al permitir unos márgenes de fluctuación de ± 15 %, en el verano de 1993. Se evitaba así la devaluación de las monedas a costa de variar las reglas del juego.

Dos observaciones finales merecen mencionarse sobre esta crisis de las monedas europeas. La primera es que las caídas de los tipos de cambio fueron considerablemente superiores a cualquier estimación previa respecto a la sobrevaloración de las monedas y de lo que hubieran podido sugerir los diferenciales de los tipos de interés en el periodo precedente. La segunda es que la recuperación posterior fue relativamente rápida para los países que devaluaron y no originaron graves presiones inmediatas sobre los precios (Dornbusch et al 1996, pág. 244). Esto contrasta con lo ocurrido después de las otras crisis a las que nos referiremos.

Dos años más tarde en 1994, se produciría la crisis de México y sus efectos posteriores sobre otros países: el denominado "efecto tequila". Esta crisis enfrentó al FMI ante una nueva situación: no era un problema derivado de desequilibrios básicos en la economía del país- al menos no principalmente- sino que se trataba de una situación causada por la movilidad de capitales y que, además, originó un rápido contagio a otras economías, algunas de ellas sin problemas aparentes. El Sr. Camdessus, Director Gerente del FMI la calificó como la primera crisis del siglo XXI,

dando a entender que podría haber otras similares en el futuro. Lo que quizá no preveía es que no sería la última del siglo XX.

Aunque no existe unanimidad sobre las causas últimas que motivaron la crisis, generalmente se reconoce que no puede atribuirse al déficit fiscal -determinante en las explicaciones tradicionales de las crisis- ya que éste no alcanzaba niveles particularmente altos. Se aprecia una mayor relación con el déficit de la balanza corriente, que había alcanzado una cuantía considerable. Sin embargo, el país había registrado déficits comparables en períodos precedentes. Resulta evidente que motivaciones políticas y económicas hicieron insostenible en aquel momento lo que, en otras épocas, había constituido un déficit sostenible, originando una fuga de capitales, una fuerte devaluación del peso y otras graves repercusiones internas. Por otra parte, de forma rápida, monedas de otros países algunos de ellos sin mucha relación con los problemas de la economía mexicana, se vieron afectados por lo que pronto se bautizó con el nombre de "efecto tequila". Se necesitaron varias semanas para que los mercados financieros empezaran a discriminar entre los países afectados y casi tres meses para que la crisis quedara circunscrita a países con desequilibrios básicos.

La crisis de México dio lugar a una actuación relativamente rápida- para los hábitos del FMI- y movilizó recursos en un volumen sin precedente, que junto con otros procedentes de Estados Unidos y otros países, consiguieron un efecto satisfactorio: el efecto tequila quedó circunscrito a unos pocos países con problemas internos y México fue encontrando salida, aunque laboriosa, a su situación. Desde un principio la actuación del FMI fue criticada, sobre todo en medios europeos, por el empleo de dinero público para hacer frente a las obligaciones que el país tenía con inversores, principalmente norteamericanos, que se habían beneficiado durante el período precedente, de la alta rentabilidad de sus activos mexicanos. Aparte del problema de equidad que ello planteaba, algunos economistas señalaron, entonces, que esa actuación podría suponer un mal precedente, al hacer más proclives al riesgo a unos

inversores que esperarían actuaciones similares del FMI y de los gobiernos en el futuro. Es decir, aumentaría el denominado riesgo moral.

Esto ha sucedido con la tercera de las grandes crisis de los noventa, la asiática que comenzó a mediados de 1997.Una crisis con connotaciones específicas, pero similar en lo fundamental: el carácter decisivo de los movimientos de capital. La crisis se inició en Tailandia, país que tenía problemas de desequilibrios fundamentales en su economía, pero se extendió con gran rapidez a otros países del sudeste y este asiático, donde la existencia de problemas no era tan clara, o más aún, donde tales problemas no se habían presentado. En todos ellos hubo un colapso de gran magnitud en los tipos de cambio y una caída de tal intensidad en los precios de diversos tipos de activos que puso en peligro la supervivencia de muchos intermediarios financieros y empresas. Al mismo tiempo, el aumento de precios de las importaciones determinó una paralización de sus economías. Con ello se acababa un largo periodo de expansión de dichos países, sin precedente en la historia económica reciente.

La gestación de la crisis reflejó, principalmente, problemas microeconómicos y la debilidad de los sistemas financieros fue decisiva en su origen y desarrollo. Esa debilidad ya había causado problemas graves a la economía mexicana. Pero en este país apareció como una consecuencia posterior, mientras que en el caso asiático las crisis monetaria y financiera aparecieron entretejidas desde el inicio.

Otra característica diferencial de la crisis asiática es el carácter mucho más amplio y prolongado- geográficamente y en el tiempo- del fenómeno de contagio que originó. En los meses iniciales afectó sólo a los países del sudeste asiático, pero a partir del otoño de 1997 se extendió a otros países del este de Asia. Incluso economías relativamente sólidas como las de Hong Kong, Singapur y Taiwan sufrieron fuertes ataques especulativos que finalmente pudieron ser contrarrestados. No fue este el caso de Corea, un país industrial con renta "per capita" bastante elevada,

que a finales de año sufrió duramente sus consecuencias y se vio fuertemente afectado por la situación.

Cuando en la primavera de 1998, la situación en todos esos países parecía empezar a estar bajo control, una mayor caída del nivel de actividad de la economía japonesa y algunos graves problemas de su banca, iban a provocar una nueva vuelta de tuerca a la situación de la zona. La turbulencia continuó, y se extendió, con la crisis rusa del verano de 1998. Esta tuvo componentes específicos derivados de la situación del país pero también tuvo características monetarias comunes a otras situaciones que hemos visto: antes de producirse existieron fuertes flujos de recursos que entraron en el país buscando ganancias elevadas, y sin muchas preocupaciones por los riesgos. La crisis se produjo de forma súbita e hizo que los inversores no tuvieran prácticamente posibilidades de liquidación. Muchas de las inversiones realizadas dejaron de tener un valor de referencia durante un cierto tiempo originando severas perdidas e incertidumbre para las entidades inversoras, algunas de ellas fuertemente apalancadas con créditos bancarios. El nerviosismo que se apoderó de los mercados financieros hizo que la crisis se extendiera a muchos otros países hasta entonces no muy afectados, como los latinoamericanos. En todos ellos hubo ventas importantes de títulos y las cotizaciones cayeron, subiendo los tipos de interés. Durante unos meses, la financiación externa de estos países prácticamente desapareció. Entre ellos, Brasil fue señalado, desde el principio como uno de los países que más probablemente podría sufrir una crisis monetaria. Esta tendría lugar en enero de 1999 e iba a marcar un momento especialmente delicado en la posible extensión de la crisis a otros países de América Latina. El carácter crítico de la situación brasileña y sus posibles efectos, repercutiría en una importante actuación internacional desde la instrumentación de fuertes ayudas hasta las reducciones de tipos de interés que adoptaron tanto Estados Unidos como los países europeos. Todo ello, junto con la buena respuesta de la economía brasileña y la fuerte marcha de la economía en Estados Unidos, fueron las principales circunstancias que permitieron que,

hacia mediados del año 1999, pareciera ya superado lo peor de la crisis en la región.

Este prolongado y desigual proceso de contagio que se produjo en el periodo 1997-1999, fue debido principalmente, a la combinación y potenciación mutua de dos crisis de distinta naturaleza aunque interrelacionadas: la del sudeste asiático y la de Japón. Pero también jugaron un papel determinante la actuación de los inversionistas y su conducta gregaria que origina variaciones rápidas en su posiciones con violentos efectos en los mercados de activos, incluido el mercado de cambios. Por otra parte, las crisis de estos últimos años han puesto de relieve el carácter decisivo que tiene mantener sistemas financieros sólidos y bien estructurados.

3. Las crisis monetarias y su prevención

De lo expuesto anteriormente se deduce que la última parte del siglo XX ha visto el desarrollo de una mayor movilidad de capital que afecta de forma decisiva a un grupo importante de países que generalmente conocemos como países emergentes. Dicha movilidad es, sin duda, un factor positivo, pero tiene, en cambio, el inconveniente de estar en el origen de crisis monetarias, con efectos muy negativos para la economía de los países, el desempleo y los niveles de pobreza. El estudio de las crisis pasadas realizadas por Kaminsky y Reinhart (1999) indica que la probabilidad de que un país tenga una crisis monetaria en cualquier año está entre el 10 y el 15%. El Banco Mundial ha calculado que la reducción media del PIB que se produce en cualquiera de esos eventos es de un 8% y se eleva drásticamente, hasta el 18%, cuando la crisis monetaria va unida a una crisis financiera, lo que se ha convertido en relativamente frecuente (World Bank, 1998, p. 127). Esta estimación del coste constituye probablemente un mínimo, porque sólo refleja la caída inmediata respecto al nivel que la renta hubiese alcanzado en los años inmediatos, pero no tiene en cuenta los efectos a largo plazo,

especialmente graves en las crisis financieras. Teniendo en cuenta estos, el coste de algunas crisis se ha evaluado en 30% (World Bank, 2000, p. 99) y no resulta carente de sentido estimar cifras mas altas en algunos casos.

La mayor apertura financiera, por lo tanto, ha ido asociada en los países emergentes con crisis monetarias y financieras más frecuentes e intensas, con graves repercusiones en la economía. Para completar el cuadro negativo, esas crisis parecen no responder al modelo tradicional desarrollado a partir de Krugman (1979), basado en las inconsistencias que pueden producirse entre el objetivo de mantener los tipos de cambios fijos y algún otro objetivo interno, generalmente originando un déficit fiscal excesivo. Los nuevos modelos que explican las crisis monetarias y sus efectos de contagio se centran en la existencia de equilibrios múltiples: sin ataque especulativo, hay una determinada situación de equilibrio; pero una vez que aquél se produce, el equilibrio cambia. El ataque especulativo puede producirse, aunque las políticas macroeconómicas sean satisfactorias y permitan el mantenimiento de un equilibrio que hubiera sido sostenible sin ataque especulativo. Basta que los especuladores, por cualquier motivo, perciban que el mantenimiento del tipo de cambio es difícil de compatibilizar con la consecución de otros objetivos prioritarios, para que se produzca el ataque especulativo y se tenga que modificar el tipo de cambio. Es un modelo similar al que sirvió a Diamond y Dybvig (1983) para señalar que la retirada masiva de depósitos de un banco puede producirse, aunque éste sea solvente, siempre que los depositantes piensen que el resto de los depositantes van a retirar sus depósitos. Un modelo que abre la puerta a actuaciones gregarias de los inversores y permite que pueda existir una crisis pese a la aplicación de políticas adecuadas por el país.

La mayor frecuencia e intensidad de las crisis y la posibilidad de que los países se vean afectados por ellas, incluso siguiendo políticas saneadas, lleva a la conveniencia de adoptar las medidas apropiadas para

evitar su aparición y suavizar sus efectos si llegan a producirse. Existen múltiples intentos y trabajos que tratan de prever las crisis y de mejorar su manejo y solución, una vez producidos. Yo me limitaré a hacer algunas reflexiones sobre el primero de esos aspectos: el de prevención de las crisis, decisivo para los países emergentes. Si, como hemos señalado, las crisis son cada vez más frecuentes y sus efectos más nocivos en términos de crecimiento, empleo y pobreza, la búsqueda de soluciones parece obligada. Hay que procurar que las crisis, que parecen el contrapeso inevitable de las ventajas derivadas de la globalización financiera, sean menos frecuentes y sus efectos perturbadores, caso de producirse, lo menos nocivos.

Internacionalmente se está produciendo un intento para adaptar las instituciones internacionales a los nuevos problemas planteados por las crisis monetarias y financieras. No me referiré a las propuestas radicales que se han hecho para modificar substancialmente dichas instituciones, aunque, posiblemente, de ellas puedan surgir ideas válidas. No lo haré porque no creo en las soluciones radicales cuando éstas dependen de una actuación internacional, mediante un acuerdo entre estados. Pero si me referiré a algunos de los temas en los que se está avanzando en diversos foros nacionales por lo que se refiere a la prevención de las crisis.

En el contexto de actuación del FMI se han tomado medidas muy apreciables en lo que respecta a la transparencia, tanto en el doble ámbito de este organismo como en el de los países. Desde la crisis de México 1994-95, el tema de la transparencia ha sido central en la preocupación de todos. Se la considera un aspecto básico de la reforma y, de hecho, se han producido avances substanciales tanto para los países que tienen acceso a los mercados como para los que no lo tienen, a través, respectivamente, del Sistema General de Divulgación de Datos (SGDD) y de las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD). Es un progreso importante que disminuye la incertidumbre al mejorar la información disponible por los inversores. Pero a veces se tiene la impresión de que se

están creando falsas expectativas. Con mayor transparencia las crisis también se pueden producir.

El otro aspecto directamente vinculado al FMI es el de la disponibilidad de mecanismos específicos para hacer frente a las crisis. Se ha creado el Servicio de Complementacion de Reservas en el que se ha instrumentado la actuación que el FMI tuvo que improvisar, primero, para Corea y, después, para Brasil. También se han creado las Líneas de Crédito Contingente, aunque todavía es pronto para saber si tendrán aplicación real debido a que sus exigencias parecen muy altas.

También puede mencionarse en este contexto el Sistema Adelantado de Señales de Alarma que se está intentando experimentar para anticipar las crisis cambiarias mediante el seguimiento de las variables más relevantes (tipo de cambio real, déficit de cuenta corriente, crecimiento de las exportaciones, endeudamiento a corto plazo en relación con las reservas, etc.). Por último, merece la pena mencionar la creación del Foro de Estabilidad Financiera que tiene como objeto evaluar las debilidades del sistema financiero internacional y formular, en su caso propuestas encaminadas a su mejora. El Foro de Estabilidad ha designado ya tres grupos de trabajo que han comenzado a reunirse y que se ocupan respectivamente de “Instituciones con fuerte apalancamiento” (Hedge Funds); “Flujos de capital”; y “Centros Off-Shore”. Un inconveniente del enfoque dado a dicho Foro es que sólo participan en él los representantes de los países del G-7, así como las instituciones internacionales y los órganos reguladores de los mercados financieros y similares. Una exclusión similar es la existente en todo lo referente a supervisión y regulación bancaria, donde el órgano relevante es un Comité que se reúne en Basilea, en el que sólo están representados los países del Grupo de los Diez. Quizá para paliar algo de estas exclusiones, se ha creado el G-20, integrado por representantes del G-7, Instituciones Financieras Internacionales, incluido el Banco Central Europeo y, hasta la fecha 11 países, entre los cuales tres latinoamericanos: Argentina, Brasil y México.

El objetivo es ampliar el diálogo en materias económicas y financieras y promover la cooperación con los países emergentes.

La política de prevención de las crisis se ha empezado a instrumentar por los organismos internacionales, principalmente por el Fondo Monetario Internacional y hay que esperar que progrese. Sin embargo, toda política que requiere una coincidencia de opiniones y de decisiones para actuar, es necesariamente lenta y probablemente sólo se irá produciendo a compás de las necesidades; es decir, cuando sea demasiado tarde para algunos países. Como consecuencia, es necesario que los países que puedan verse sujetos a esas crisis adopten las medidas adecuadas para tratar de evitarlas o al menos reducir su impacto negativo.

Las crisis monetarias son fenómenos complejos. No hay dos crisis idénticas. Hay que ir aprendiendo de ellas y aprovechar la experiencia adicional que nos proporcionan las crisis recientes, para incorporarla a los conocimientos convencionales. Hay dos aspectos que conviene destacar en este sentido:

1º. No es necesario que haya un fuerte desequilibrio fiscal ni graves desequilibrios macroeconómicos en una economía para que pueda ser objeto de ataques especulativos o sufrir el contagio. Así, desequilibrios antes considerados sostenibles, pueden dejar de serlo, incluso a causa de circunstancias ajenas al país. La política de éste debe tener en cuenta esas posibles variaciones en las posturas de los inversores y adoptar decisiones que permitan ciertos márgenes de actuación frente a ellas.

2º. Cuando las crisis monetarias van acompañadas de crisis financieras –las llamadas crisis gemelas– sus efectos son especialmente perturbadores y costosos. La solidez del sistema financiero, especialmente de la banca, es decisiva para adoptar las medidas necesarias para hacer frente a las crisis y conseguir que sus efectos sean limitados.

Respecto al primer punto, las crisis recientes han mostrado que no es necesario que existan graves desajustes en la economía para que pueda producirse una crisis, aunque conviene señalar que esta eventualidad tiene más trascendencia teórica que importancia práctica (Guitián y Varela, 1999). La experiencia de algunos países asiáticos ha mostrado que rigideces microeconómicas pueden originar una crisis y que la falta de credibilidad de los gobiernos contribuye a agudizarlas. Por ello, como han señalado Gavin y Hausmann (1999), hace falta diseñar la política económica con una triple orientación:

1º Ser solvente
2º Tener liquidez suficiente
3º Tener credibilidad

Ser solvente quiere decir tener en equilibrio las variables básicas de la economía, incluidos precios tan importantes como el tipo de cambio y los tipos de interés. Señalan dichos autores que, teniendo en cuenta la volatilidad que caracteriza a la economía latinoamericana – y, en general, a todos los países emergentes – es necesario dejar márgenes de actuación amplios que permitan responder a esas condiciones adversas. Como han señalado Griffith-Jones (1999, p. 12) es fundamental el papel anticíclico de las políticas monetaria y fiscal cuando los indicadores de vulnerabilidad empiezan a deteriorarse, sea porque el déficit fiscal crece rápidamente y excede el 4% del PIB o porque la proporción de flujos financieros de carácter reversible es alta y está creciendo fuertemente o, sobre todo, porque el endeudamiento a corto plazo aumenta mucho, alcanzando su cuantía niveles similares o superiores a las reservas.

Este último punto conecta con la segunda de las orientaciones señaladas. Ser solvente es condición necesaria, pero no suficiente para evitar un ataque especulativo o ser víctima de un proceso de contagio. Tanto a nivel de individuos como de empresas o países se puede ser solvente y no encontrar la financiación necesaria, cuando ésta se requiere.

La disponibilidad de liquidez es decisiva y es especialmente importante en países como los latinoamericanos, dada su vulnerabilidad ante los "shocks" externos y la dificultad de obtener créditos en condiciones adversas. Este es el propósito al que se encaminan los intentos de convertir al Fondo Monetario Internacional en una especie de prestamista en última instancia, que esté en condiciones de facilitar recursos a los países objeto de ataques especulativos. Queda bastante para que se pueda conseguir plenamente dicho propósito y mientras tanto, no hay que desdeñar la posibilidad de los países de realizar actuaciones complementarias. Líneas de crédito contingente como las establecidas por Argentina en 1996 con 13 bancos y las establecidas por México e Indonesia son muestra de esta disponibilidad de recursos para hacer frente a situaciones específicas.

Un aspecto preocupante en este contexto es la creciente importancia que ha tomado el endeudamiento a corto plazo. Hasta hace poco ese endeudamiento se ligaba con la necesidad de financiar el comercio exterior y su crecimiento proporcionado se estimaba positivo. Sin embargo, su expansión en los años noventa, especialmente en los países asiáticos –pero no sólo en ellos – ha respondido a otras motivaciones. El Banco Mundial (World Bank, 2000, Cap. 4) así lo señala y subraya la correlación entre la incidencia de las crisis y la relación entre deuda a corto plazo y reservas. Esta financiación a corto plazo que es claramente procíclica puede agravar fuertemente los problemas de liquidez que tienen los países y merecer toda la atención de los gobiernos. El problema principal está en el endeudamiento bancario y a él nos referiremos más adelante.

La tercera orientación antes mencionada se refiere a la credibilidad. La credibilidad siempre ha sido importante para conseguir la eficacia de las políticas monetaria y fiscal; pero con movilidad de capital, adquiere un carácter fundamental. Al existir tal movilidad, las economías son vulnerables, pudiendo estar sujetas a crisis autoalimentadas, derivadas de

la propia acción de los agentes económicos. Para hacerles frente, los gobiernos tienen que adoptar políticas encaminadas a mantener la solvencia, que pueden tener un alto coste en términos de crecimiento y empleo; con menor credibilidad serán necesarias políticas más rigurosas, con mayor coste. Así, una política antiinflacionista puede tener efectos internos muy diversos según que exista o no credibilidad.

La credibilidad depende, parcialmente, de las orientaciones antes mencionadas de la política previamente aplicada: solvencia y liquidez. Pero también depende de los antecedentes históricos del país con ese u otros gobiernos y de la capacidad de convicción de las autoridades respecto a su determinación de llevar adelante la política aún cuando surjan problemas. La falta de credibilidad reduce tanto las posibilidades de éxito de las políticas, que puede hacer que los gobiernos decidan atar sus propias manos, estableciendo requisitos legales que les permitan recuperar la credibilidad perdida. Este es el caso de la dolarización como política impuesta desde el propio Estado.

La otra gran enseñanza derivada de las crisis recientes es la importancia que tiene la debilidad del sistema financiero de un país, tanto en la gestación de las crisis como en las políticas aplicables y en lo costoso de sus consecuencias. La crisis mexicana de 1994-95 ya lo había puesto de relieve y sus efectos, dilatados en el tiempo, todavía están produciéndose. La interconexión entre la crisis monetaria y la crisis financiera ha sido todavía más clara en la perturbación asiática, subrayando lo decisivo que es tener una buena regulación y supervisión bancaria. Una tarea no fácil, como muestran las numerosas crisis bancarias experimentadas tanto por países desarrollados como en desarrollo durante el último cuarto de siglo.

Con un sistema bancario frágil, las perturbaciones económicas pueden llevar a una pérdida de confianza en la estabilidad del sistema financiero, originando graves perturbaciones económicas y una actuación

estatal con elevado coste. Los procedimientos para evitar o reducir la incidencia de las crisis financieras son conocidos y están bien estudiados. Hace casi cinco años que el Banco Interamericano de Desarrollo (Hausmann y Rojas-Suárez, 1996) publicó una magnífica síntesis de las raíces macro y microeconómicas de las crisis bancarias y de las medidas necesarias para prevenirlas y hacerles frente. Lo difícil no es saber qué hacer, sino hacerlo en un mundo complejo, necesariamente afectado por el juego de intereses (intereses que, en este caso, son muy importantes).

La buena política de regulación y supervisión bancaria tiene que darse, en primer lugar en un contexto macroeconómico adecuado. Todos los estudios señalan que las crisis bancarias se producen siempre después de auges crediticios desbocados. Estos deberían evitarse aumentando las exigencias de liquidez o las exigencias de capital de los bancos; una política anticíclica siempre difícil de adoptar y todavía más en países en desarrollo. Con independencia de este aspecto macroeconómico, la regulación y supervisión bancaria, propiamente dicha, es una materia compleja que, generalmente, sólo ha progresado en países, tanto industriales como en desarrollo, tras incurrir los países en el grave coste de las crisis bancarias. La crisis bancaria japonesa, que viene arrastrándose desde 1991, muestra que para cualquier gobierno es más cómodo permanecer quieto que actuar; pero también indica que el mero transcurrir del tiempo no es suficiente para que se solucionen los problemas.

En los países emergentes, con amplia volatilidad y dificultades para proveerse de crédito en condiciones negativas, las regulaciones prudenciales deben ser más estrictas que en los países más desarrollados y, en muchos casos, es necesario complementarlas con mejoras institucionales sin las cuáles hay una elevada inseguridad jurídica para los prestamistas. Por ello es un tema especialmente complejo. Tampoco puede extrañar que los progresos más relevantes se hayan producido,

generalmente, impulsados por las exigencias reales, es decir, por la existencia de crisis graves.

Dentro de los problemas regulatorios, merece atención específica el crecimiento del endeudamiento bancario a corto plazo, especialmente relevante en la crisis asiática. En ella quedaron patentes las graves consecuencias procíclicas de estos recursos ya que, ante la aparición de una situación negativa, los bancos extranjeros acreedores cortan la disponibilidad de crédito justamente cuando sería más necesario desde el punto de vista del país deudor. Es indudable que sus consecuencias fueron severas para los países y obligaron a utilizar volúmenes cuantiosos de las reservas para atender a un endeudamiento imprudente de la banca, tolerado por las autoridades. Es un aspecto decisivo de la regulación bancaria, cuya experiencia negativa no es seguro que haya sido aprendida por todos: la necesidad de regular bien el endeudamiento a corto plazo.

Las dificultades de una buena supervisión no van a la zaga de las dificultades regulatorias. Sin una buena supervisión, no sirve para nada una regulación adecuada: el incumplimiento de ésta se irá extendiendo. Pero tener una buena supervisión no es tarea fácil, especialmente en países en desarrollo. Para empezar necesita de personal especializado y bien pagado, tanto para evitar su salida hacia el sector privado como para que resulte menos predispuesto a otras tentaciones. Además, las consecuencias de su actuación tienen una fuerte incidencia política, por lo que es necesario que haya un respaldo de sus acciones al más alto nivel.

La instrumentación de medidas para el saneamiento bancario es, por tanto, siempre delicada. Pero lo que está en juego es decisivo. Nadie duda que crisis como las experimentadas en los noventa van a seguir produciéndose; tampoco que la aparición de crisis financieras hace más difícil evitar, combatir y costear las crisis monetarias. Parece obligado evitar las llamadas crisis gemelas.

Finalmente, se pueden establecer las siguientes conclusiones:

1º. Evitar las crisis monetarias debe ser uno de los objetivos actuales en el que han de colaborar tanto los países como los organismos internacionales. Hay esfuerzos que se están realizando en estos que pueden parecer alentadores, pero los países afectados no pueden solamente confiar en ellos. Evitar las crisis o disminuir su impacto es básico tanto desde el punto de vista del crecimiento como de las consecuencias sobre el nivel de pobreza en los países.

2º. La movilidad de capitales es fundamentalmente un hecho positivo, pero también tiene posibles repercusiones negativas, en particular, las crisis a las que hemos hecho referencia. Esa movilidad de capitales hace que hoy los gobiernos tengan menos autonomía de movimientos de la que tenían con sistemas más cerrados. Los gobiernos tienen que evitar no sólo políticas monetarias y fiscales excesivamente pródigas sino que han de mantener los precios fundamentales de la economía, como el tipo de cambio o los tipos de interés, a niveles de mercado. Es, además, necesario márgenes de flexibilidad que permitan hacer frente a potenciales eventos negativos y una estructura de los pasivos que no agrave los problemas de liquidez.

3º. El sector financiero juega un papel decisivo en la economía y mantener un sistema bancario sano es primordial tanto para enfrentarse con las crisis como para reducir sus eventuales consecuencias.

Confiar en soluciones ajenas al país sería excesivamente arriesgado; si llegan, lo hacen de forma tardía, cuando ya se ha sufrido buena parte de las consecuencias negativas. Los países pueden y deben tener en cuenta la posibilidad de una crisis al diseñar su política económica. De esta forma se podrá disfrutar de buena parte de las consecuencias positivas de la globalización y minimizar, en la medida de lo posible, sus perturbaciones.

Referencias:

BALDWIN, R. Y MARTIN, PH.: Two Waves of Globalization: Superficial Similarities. Fundamental Differences. NBER Working Paper nº 6904.

BORDO, M; EICHENGREEN, B. Y KIM JONGWOO (1998): Was there Really an Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today? NBER Working Paper nº 6738, septiembre.

DIAMOND, D. y DYBVIG, P.: "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," Journal of Political Economy, 91, pp.401-419,(1983).

GAVIN, M. y HAUSMANN,R. (1999): Preventing Crisis and Contagion: Fiscal and Financial Dimensions, Banco Interamericano de Desarrollo, marzo, Washington, DC.

GRIFFITH-JONES, S. y OCAMPO, J.A.: The Poorest Countries and the Emerging International Financial Architecture, LACEA 99, octubre, Santiago de Chile

GUITIÁN, M. y VARELA, F.: Los Sistemas Financieros Ante la Globalización. Pendiente de Publicación.

HAUSMANN, R. y ROJAS-SUÁREZ, L. (eds.) (1995): Banking Crises in Latin America, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

KAMINSKY, G. L. y REINHART, C. M.: "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of- Payments Problems". American Economic Review, vol.89, nº 3, Junio 1999. pgs. 473-500.

KRUGMAN, P.: "A Model of Balance-of-Payments Crises", Journal of Money, Credit, and Banking 11, pp. 311-325, (1979)

LUSTIG, NORA (1999): Crisis and the Poor: Socially Responsible Macroeconomics, LACEA 99, octubre, Santiago de Chile.

VARELA, F.(1996): “Nuevos Cauces de la Financiación Internacional”. Fundación Argentaria.

WORLD BANK (1998): Global Economic Prospects, 1998. Washington, DC.

WORLD BANK (2000): Global Economic Prospects, 2000. Washington, DC.