



Reforma de la arquitectura financiera internacional

Los días 28 y 29 de mayo, el Departamento de Estudios del FMI organizó una conferencia sobre aspectos básicos de la reforma del sistema monetario y financiero internacional, con dos objetivos: incluir en el debate sobre la arquitectura financiera internacional cuestiones de reforma internacional y financiera de manera más general, y facilitar la participación de expertos exteriores a los foros habituales, especialmente los miembros de la comunidad académica.

Alexander Swoboda

EL INTERÉS en la reforma del sistema monetario y financiero internacional ha sido fluctuante, mayor en momentos de crisis, menor en épocas de calma. Fue una excepción a esta tendencia la conferencia de Bretton Woods, celebrada en 1944, que sentó las bases del sistema monetario y financiero de posguerra. No es sorprendente que surja nuevamente el interés en la reforma, dada la sucesión de crisis, que comenzó con la crisis del mecanismo de tipos de cambio europeo en 1992–93 y continuó con la crisis “tequila” de 1995 y, menos de dos años después, las crisis de Asia, de Rusia, de los fondos de cobertura del capital a largo plazo y de la economía brasileña.

Los elementos del “fortalecimiento de la arquitectura financiera internacional” —la

nueva manera de referirse a la reforma del sistema— no son nuevos, y ello no es sorprendente puesto que los objetivos del sistema siguen siendo los mismos: fomentar la eficiencia en el comercio de bienes y activos; consolidar la estabilidad del sistema, y lograr una distribución del ingreso y la riqueza que sea equitativa y socialmente aceptable. Las interrogantes que se plantean en este contexto también siguen siendo las mismas: entre otras, cómo repartir la carga del ajuste; cuál es el ritmo óptimo del ajuste y, por ende, la escala óptima del financiamiento, y con qué ancla debe contar el sistema monetario internacional.

Sin embargo, estos temas constantes surgen en nuevas formas al cambiar las circunstancias. Entre estos cambios figuran, sobre todo, la revolución en la tecnología de las

Participantes en la conferencia...



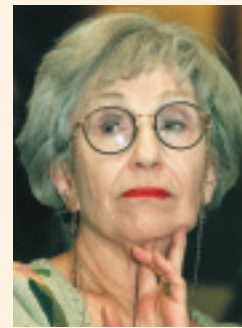
Peter B. Kenen
Universidad de Princeton



Jacob A. Frenkel,
Gobernador,
Banco de Israel



Ronald I. McKinnon
Universidad de Stanford



Sylvia Ostry
Universidad de Toronto



telecomunicaciones y los sistemas de información, que ha sustentado y estimulado la integración de los mercados financieros y la movilidad del capital, así como la liberalización financiera interna e internacional. Como resultado de esto, los mercados de bienes, servicios y activos se han unificado aún más y las economías en desarrollo han participado cada vez más en los mercados mundializados. Por otro lado, los flujos de capital privado han llegado a desempeñar un papel preponderante en el financiamiento de los desequilibrios en cuenta corriente de los países más adelantados y un papel cada vez más importante en el financiamiento de ese tipo de desequilibrio en los países en desarrollo, y a veces en la creación de estos desequilibrios. Al mismo tiempo, la política económica sigue formulándose al nivel nacional, pese a la mundialización de los mercados.

Cómo mitigar la inestabilidad

En la conferencia debían examinarse las respuestas adecuadas—institucionales y en materia de políticas— frente a la creciente movilidad nacional e internacional del capital. La primera parte de la conferencia, el 28 de mayo, se dedicó a la idea de mitigar la inestabilidad en condiciones de intensa movilidad del capital.

La inestabilidad se ha manifestado en diversas formas en los años noventa. Primero, los tipos de cambio de las principales monedas han registrado una pronunciada inestabilidad a corto plazo y grandes fluctuaciones a mediano plazo. Estas características han despertado inquietud en lo que respecta a su repercusión no sólo en las economías más avanzadas sino también—sobre todo, tal vez— en terceros países, es decir, en las economías en transición y en los países de industrialización reciente. Segundo, los flujos de capital, especialmente hacia las economías con mercados emergentes, han sido particularmente inestables: las voluminosas entradas de capital han ido seguidas de bruscas salidas igualmente voluminosas.

Por supuesto, la inestabilidad cambiaria y la brusca inversión de las corrientes de capital no son nuevas, y las crisis de los años noventa son muy similares a otras crisis anteriores, sobre todo a la crisis de la deuda de los años ochenta. No obstante, hay diferencias considerables. Entre éstas, cabe mencionar la importancia creciente de los flujos de capital privado y, dentro de esta categoría, la creciente diversidad de emisores y

tenedores de activos contra las economías de mercados emergentes; el contagio más amplio; las fallas de los sistemas financieros que conllevan una especial vulnerabilidad ante las crisis de liquidez, y los masivos planes financieros oficiales que no han logrado evitar los grandes ajustes de cuenta corriente y pérdidas de producto.

Aspectos básicos de la reforma

La inestabilidad plantea una serie de cuestiones fundamentales en el diseño del sistema monetario y financiero internacional.

En primer lugar, está la evolución del régimen cambiario de los países industriales y en desarrollo. Es muy probable que, en los próximos años, los tipos de cambio de las principales monedas internacionales—dólar, yen y euro— sigan registrando cierto grado de inestabilidad y fluctuaciones de envergadura a mediano plazo, a menos que se adopte una política encaminada a estabilizarlos. Esto último es improbable en el mediano plazo y, por lo demás, podría no ser una buena idea, si bien podrían tomarse algunas medidas para evitar los desajustes extremos. Sin embargo, las fluctuaciones de los tipos de cambio de las principales monedas internacionales tienen graves repercusiones en terceros países—especialmente los países con mercados emergentes— y dificultan sus decisiones con respecto a la adopción de un régimen cambiario. Hoy se estima que, teniendo en cuenta sobre todo el alto grado de movilidad del capital, los países se aproximarán cada vez más a los extremos de la gama que va de la flotación pura a la vinculación rígida, como hacen suponer los ejemplos de cajas de conversión e incluso de dolarización. Cabe preguntarse si estos dos extremos resultan adecuados para todos, especialmente si se considera la importancia del tipo de cambio para las economías medianas y pequeñas, que—por diversas razones— no desean elegir un régimen de vinculación rígida pero carecen de las instituciones necesarias para el buen funcionamiento de un régimen de flotación pura.

En segundo lugar, una mejor comprensión de las causas de las sucesivas fases de auge y caída de los flujos de capital hacia las economías con mercados emergentes es esencial para la prevención de las crisis. Se ha hecho gran hincapié en las deficiencias de política y las fallas estructurales—especialmente



Montek Singh Ahluwalia
Universidad de Stanford



Guillermo Ortiz Martínez,
Gobernador, Banco
de México



David Lipton
Carnegie Endowment
for International Peace



Takatoshi Ito
Universidad de
Hitotsubashi

Aspectos básicos de la reforma del sistema monetario financiero internacional

28 y 29 de mayo de 1999

Oradores principales

Michel Camdessus, Director Gerente del FMI
Jacob A. Frenkel, Gobernador del Banco de Israel

Ponencias

Benoît Coeuré y Jean Pisani-Ferry, Ministerio de Economía, Hacienda e Industria de Francia: “The Exchange Rate Regime Among Major Currencies”.

Michael Mussa, Alexander Swoboda, Jeromin Zettelmeyer, y Olivier Jeanne, FMI: “Moderating Fluctuations in Capital Market Flows to Emerging Market Economies.”

Guillermo Calvo y Carmen Reinhart, Universidad de Maryland: “The Balance Between Adjustment and Financing.”

Barry Eichengreen, Universidad de California, Berkeley: “Involving the Private Sector in Crisis Prevention and Resolution.”

David Lipton, Carnegie Endowment for International Peace: “The Financial Role of the IMF.”

Takatoshi Ito, Universidad de Hitotsubashi, Japón: “The Role of IMF Advice.”

Palabras de clausura

Stanley Fischer, Primer Subdirector Gerente del FMI



ción implica decisiones difíciles, y la dificultad reside a menudo en los detalles. Otras medidas son más controvertidas, por ejemplo, los controles de capital, aunque no tengan carácter agresivo para el mercado. Finalmente, las medidas paliativas que se adoptan cuando la crisis ya se ha desencadenado y se plantea el peligro del incumplimiento de pago son especialmente controvertidas, ya sea el financiamiento oficial de emergencia, la postergación de pagos o la reestructuración forzada de la deuda.

En cuarto lugar, como ya se observó, el ajuste de la cuenta corriente ha sido masivo en las crisis recientes pese a la disponibilidad de un volumen sin precedente de asistencia financiera internacional. Esto plantea la necesidad de encontrar la manera de lograr un ajuste más suave —estableciendo mayor equilibrio entre ajuste y financiamiento— y de repartir la carga del financiamiento entre los sectores oficial y privado, uno de los aspectos del debate sobre la participación del sector privado en la prevención y resolución de crisis.

financieras— de estas economías, y es indudable que estas fallas han desempeñado un papel importante en las crisis recientes. Sin embargo, la evolución de los márgenes de tasas de interés de la deuda de los países con mercados emergentes y el hecho de que las crisis de los noventa —a diferencia de la crisis de los ochenta— no hayan sido precedidas de grandes perturbaciones de la economía mundial que afectaran también a los países industriales indican que la disfunción del sistema financiero internacional con respecto a los mercados emergentes puede ser una de las causas profundas de la reciente conmoción. Al decidir qué medidas deben adoptarse para fortalecer el sistema monetario y financiero internacional, es esencial evaluar estos aspectos sistémicos de la crisis, las consecuencias de los incentivos inapropiados —que se trate de riesgo moral, coeficientes de capital inadecuados o una dinámica perversa del mercado— tanto para los prestamistas como para los prestatarios.

En tercer lugar, ¿qué medidas deben adoptarse ante la inestabilidad de los flujos de capital? Las opiniones van desde la idea de dejar que los mercados sin trabas impongan disciplina tanto sobre la política económica nacional como sobre los agentes privados hasta la idea de regular estrictamente las transacciones en la cuenta de capital. Estas opiniones extremas tienen el mérito de ser coherentes desde el punto de vista lógico pero carecen de realismo político. En la práctica, el debate gira en torno a ciertas medidas específicas, que incluyen generalmente mejoras, tales como mayor transparencia, adopción de normas y códigos de conducta que establezcan prácticas óptimas en campos tan diversos como la contabilidad y la supervisión bancaria. Si bien generalmente hay acuerdo con respecto a estas medidas, su aplica-

El papel del FMI

Estos cuatro temas interrelacionados —entre otros— fueron examinados por los autores de cuatro ponencias presentadas el primer día de la conferencia y se resumen en este número de *Finanzas & Desarrollo*. El quinto tema es el papel del FMI en el sistema monetario y financiero internacional, más específicamente la función del financiamiento y asesoramiento del FMI. El asesoramiento del FMI durante la crisis de Asia ha sido objeto de crítica y acalorado debate. Cualquiera sea la posición que se adopte en este debate, es importante que lo que hayamos aprendido a través de éste se aplique en el futuro al asesoramiento del FMI con respecto a tres de sus campos fundamentales de actividad: la política macroeconómica (monetaria y fiscal), el régimen cambiario, y el alcance y oportunidad de la condicionalidad en relación con los aspectos estructurales de la economía. Son igualmente importantes otras cuestiones relativas al alcance y las modalidades del financiamiento del FMI: por ejemplo, ¿debería el FMI restablecer estrictos límites de acceso a sus préstamos vinculados a problemas de balanza de pagos, creando al mismo tiempo un nuevo fondo fiduciario que actuaría como prestamista de último recurso únicamente en caso de una crisis sistémica?

Lo más importante, tal vez, es que la actual disminución de la conmoción financiera internacional no debe hacer menguar los esfuerzos por encontrar la respuesta a estas interrogantes. Es esencial fortalecer ahora el sistema pues hay sólo dos cosas de las que podemos estar seguros: habrá nuevas crisis, y la próxima será diferente en alguna medida con respecto a la última, y además será inesperada. **F&D**

El FMI publicará en el curso del presente año las actas de la conferencia.