

Preservación de la estabilidad financiera



Garry J. Schinasi

El FMI lanzó la serie ***Temas de economía*** en 1996 con el fin de poner a disposición del público las conclusiones de las investigaciones realizadas por el personal técnico de la institución. La serie ***Temas de economía*** consiste en monografías breves, no técnicas, que abordan temas de actualidad destinados a lectores no especializados. Se publican en seis idiomas: árabe, chino, español, francés, inglés y ruso. Este estudio, así como los demás de la serie, refleja la opinión de sus autores y no representa necesariamente la del FMI.

Preservación de la estabilidad financiera



Garry J. Schinasi

©2005 International Monetary Fund

Directora de la serie:
Asimina Caminis
Departamento de Relaciones Externas del FMI

Diseño de la portada:
Massoud Etemadi
División de Servicios Multimedia del FMI

Edición en español:
División de Español
Departamento de Tecnología y Servicios Generales

ISBN 1-58906-498-4

ISSN 1020-8372

Septiembre de 2005

Solicítese a:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, EE.UU.
Tel.: (202) 623-7430 Telefax: (202) 623-7201
Correo electrónico: publications@imf.org
Internet: <http://www.imf.org/pubs>

Prefacio

En las tres últimas décadas, los mercados financieros han experimentado una transformación radical y una rápida expansión gracias a la desregulación, la liberalización y la globalización, así como a los avances en las tecnologías informáticas. Los flujos internacionales de capital se multiplicaron, los mercados desarrollaron instrumentos financieros nuevos y sofisticados, y la facilidad y velocidad con la que se pueden realizar las transacciones financieras aumentaron vertiginosamente.

Aunque estos cambios han sido beneficiosos en su conjunto y generaron una distribución más eficiente del capital, con frecuencia estuvieron acompañados de perturbaciones financieras: por ejemplo, las acusadas variaciones de las cotizaciones en los mercados bursátiles de Estados Unidos en 1987 (el “lunes negro”) y 1997; las turbulencias en los mercados de bonos de los países del G-10 en 1994 y de Estados Unidos en 1996; las crisis cambiarias en México (1994–95), Asia (1997) y Rusia (1998); el desplome del fondo de inversiones especulativo Long-Term Capital Management en 1998; las fluctuaciones cambiarias de la década de los noventa, y la volatilidad de los mercados bursátiles mundiales en 2000 y 2001. Algunos de estos episodios amenazaron no solo a las economías nacionales y regionales, sino también a la economía mundial, destacando la importancia de que la estabilidad financiera sea un objetivo de política económica a título propio. Pero también demostraron que no se acaba de entender el potencial que tiene la globalización de la actividad financiera para generar valoraciones erróneas de precios o una asignación ineficiente del capital y para causar turbulencias financieras.

El sistema financiero internacional se ha vuelto tan complejo que identificar y evaluar riesgos es un reto cada vez mayor —y más costoso— para las autoridades. Lo que se precisa es un marco que

alerte sobre las deficiencias de forma más clara y con mayor anticipación. El marco que se presenta en este número de Temas de economía no pretende ser un proyecto definitivo y detallado, sino un punto de partida para poder seguir trabajando y ampliar el debate.

El número 36 de Temas de economía, preparado por Charles Gardner y Asimina Caminis, se basa en varios documentos de trabajo del FMI (WP/04/187, “Defining Financial Stability” y WP/04/120, “Private Finance and Public Policy”, cuyo autor en ambos casos es Garry J. Schinasi, y WP/04/101, “Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability”, de Aerdts Houben, Jan Kakes y Garry J. Schinasi. Estos trabajos se encuentran disponibles de forma gratuita en www.imf.org/pubs. Garry J. Schinasi es el autor del libro *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*, que publicará el FMI en diciembre de 2005.

Preservación de la estabilidad financiera

Comparado con el análisis de la estabilidad monetaria y macroeconómica, el análisis de la estabilidad financiera todavía se encuentra en su fase inicial. Como sabe todo aquel que haya intentado definir la estabilidad financiera, todavía no hay un modelo o marco analítico generalmente aceptado para evaluarla o medirla. Los indicadores financieros que podrían alertar a las autoridades sobre posibles problemas en la economía real recién empiezan a desarrollarse.

Por ello, no es de sorprender que los marcos existentes para asegurar la estabilidad financiera internacional —una combinación de disciplina de los mercados privados y la supervisión prudencial nacional— no hayan ido al mismo ritmo que la modernización y la globalización de los mercados financieros. En primer lugar, el sistema financiero se ha expandido con mucha mayor rapidez que la economía real. En las economías avanzadas, los activos financieros totales representan ahora un múltiplo del PIB anual. En segundo lugar, la composición de los activos financieros ha cambiado y la proporción de activos no monetarios va creciendo, lo cual significa que la base monetaria está más apalancada. Tercero, como consecuencia de la integración entre sectores y países, los sistemas financieros se han hecho más interdependientes, aumentando el riesgo de contagio. Cuarto, el sistema financiero es ahora más complicado debido a la complejidad de los instrumentos financieros, la diversidad de actividades y la movilidad de los riesgos. Aunque estas tendencias han incrementado la eficiencia económica y la capacidad de recuperación de los sistemas financieros, también han cambiado la naturaleza del riesgo financiero y han desencadenado episodios de inestabilidad financiera.



¿Qué significa estabilidad financiera?

Durante la última década, salvaguardar la estabilidad financiera se ha convertido en un objetivo de política económica cada vez más prioritario. Más de una docena de bancos centrales y varias instituciones financieras (incluidos el FMI, el Banco Mundial y el Banco de Pagos Internacionales) publican informes periódicos de estabilidad financiera y convirtieron su estudio y su búsqueda en una parte importante de sus actividades.

Estabilidad financiera significa más que la simple ausencia de crisis. Se puede considerar que un sistema financiero es estable si: 1) facilita la asignación eficaz de los recursos económicos, tanto geográficamente como en el tiempo, así como otros procesos financieros y económicos (como ahorro e inversión, préstamo y endeudamiento, creación y distribución de liquidez, fijación del precio de los activos y, en última instancia, acumulación de riqueza y crecimiento de la producción); 2) evalúa, valora, asigna y gestiona los riesgos financieros, y 3) mantiene su capacidad para desempeñar estas funciones esenciales incluso cuando se enfrenta a shocks externos o a un aumento de los desequilibrios.

Por lo tanto, dado que el sistema financiero contiene una serie de componentes diferentes pero interrelacionados —infraestructura (sistemas legales, de pagos, de liquidación y contables), instituciones (bancos, sociedades de valores, inversionistas institucionales) y mercados (bursátiles, de bonos, de dinero y de derivados)—, la alteración de uno de los componentes podría debilitar la estabilidad de todo el sistema. Sin embargo, si el sistema funciona lo suficientemente bien como para llevar a cabo sus principales funciones facilitadoras, aun cuando un componente sufra problemas, estos no constituirán necesariamente una amenaza para la estabilidad global. La estabilidad financiera no requiere que todas las partes del sistema financiero funcionen al máximo o casi al máximo en todo momento. Pero un sistema financiero estable tiene capacidad para limitar y resolver los desequilibrios, en parte mediante mecanismos de auto-corrección, antes de que desencadenen una crisis, y permite a la moneda del país (moneda fiduciaria) desempeñar su función como medio para las transacciones, unidad de cuenta y depósito de valor (la estabilidad financiera y la estabilidad monetaria se superponen).

Por último, puede considerarse que un sistema financiero es estable si no se espera que las perturbaciones perjudiquen a la actividad económica. De hecho, el cierre de una institución financiera, el aumento de la volatilidad o una corrección significativa en los mercados financieros pueden ser consecuencia de una mayor competencia o de la absorción de nueva información, e incluso pueden ser signos de buena salud.

Dado que el sistema financiero se encuentra en un estado permanente de cambio y transformación, el concepto de estabilidad financiera no se refiere a un período o a una situación única y sostenible a la que el sistema financiero regresa después de una sacudida, sino a una gama o a un *continuo*. Este continuo es multidimensional: se produce en una multitud de variables observables y mensurables que pueden utilizarse para cuantificar (aunque de manera imperfecta) cómo está desempeñando el sistema financiero sus funciones facilitadoras. Como consecuencia de la naturaleza polifacética de la estabilidad financiera, un cambio no puede ser captado por un único indicador cuantitativo, y los efectos de contagio y las relaciones no lineales entre las distintas partes del sistema financiero incrementan la dificultad de predecir las crisis financieras. Por lo tanto, para evaluar la estabilidad del sistema financiero se necesita una perspectiva sistémica y global.

Asimismo, los esfuerzos encaminados a prevenir crisis requieren una actitud realista en relación con los límites hasta los cuales pueden controlarse los cambios en la estabilidad financiera. La mayoría de los instrumentos de política que se aplican actualmente para salvaguardar la estabilidad financiera tienen otros objetivos principales, tales como proteger los intereses de los depositantes (instrumentos prudenciales), favorecer la estabilidad de precios (política monetaria) o facilitar la rápida liquidación de las transacciones financieras (políticas de regulación de los sistemas de pago y liquidación). El efecto de estos instrumentos de política sobre la estabilidad financiera suele ser indirecto y, por lo general, se deja sentir después de transcurrido cierto período. Incluso puede ser contrario al objetivo primordial del instrumento.



Riesgos para el sistema financiero

La creciente complejidad de los mercados financieros no se debe únicamente a la introducción de instrumentos y avances tecnológicos nuevos y entendidos de manera imperfecta, sino también, por supuesto, a la globalización y la titulización, que han creado retos nuevos y difíciles en cuatro grandes áreas: transparencia y revelación de información, dinámica de los mercados, riesgo moral y riesgo sistémico.

Menos transparencia

Considérese el ejemplo de un banco de inversión de Hong Kong que adquiere una participación accionaria en una empresa china y posteriormente segrega los flujos de efectivo, la apreciación del capital invertido y el riesgo de contraparte, vendiendo estos elementos por separado a inversionistas de distintos países. Una transacción como esta aumenta las oportunidades de captar fondos, invertir y distribuir el riesgo entre quienes son más capaces de soportarlo. Sin embargo, dado que muchas de estas actividades se realizan fuera del balance, los inversionistas y las autoridades de supervisión bancaria no tienen acceso a información sobre ellas.

Dinámica de los mercados

La globalización de las actividades financieras y el hecho de que muchas empresas recurran cada vez más a los mercados de valores en vez de recurrir a los bancos para conseguir financiamiento han cambiado radicalmente la dinámica de los mercados. Los costos de transacción se han reducido al mínimo y se puede realizar un volumen de transacciones enorme en un período muy corto. Las compras o ventas masivas y continuas, como ocurre con el denominado “efecto de arrastre”, pueden acentuar las fluctuaciones de precios. Dicho efecto también puede hacer que los problemas pasen de un mercado en dificultades a un mercado que todavía no las tiene, si los inversionistas perciben —acertadamente o no— similitudes entre ambos.

Riesgo moral

La nueva incertidumbre inherente a la dinámica de los mercados debería ser un incentivo para que los participantes privados de los mercados aislaran sus actividades, ingresos netos y balances

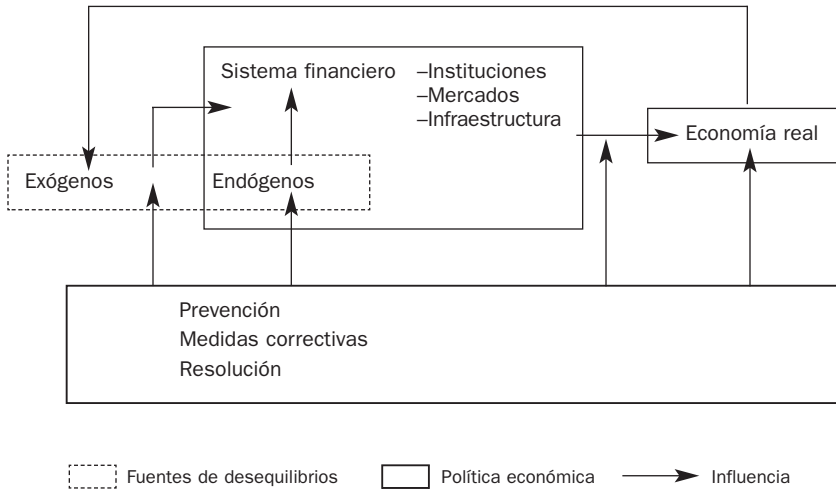
de los riesgos de acusadas fluctuaciones de precios y de cambios en la liquidez del mercado. Pero algunos de los participantes más importantes son partes esenciales de los sistemas de pagos nacionales e internacionales y dejarlos fracasar podría tener consecuencias graves para el sistema financiero en su conjunto. A fin de protegerse de este riesgo, las autoridades han implantado redes de seguridad financiera para los depositantes (garantía de depósitos), instituciones financieras (servicio de prestamista de último recurso) y mercados (inyecciones de capital por parte del gobierno). Sin embargo, la suposición de que el sector público intervendrá para calmar una crisis menoscaba la disciplina de los mercados y crea un riesgo moral, en el sentido de que debilita el incentivo para que los participantes de los mercados actúen con prudencia.

Riesgo sistémico

El riesgo sistémico se ha desplazado del sector bancario a los mercados de capitales y de derivados y ahora afecta a los sistemas privados de liquidación y a las cámaras de compensación cuasiprivadas. Este riesgo puede resultar más difícil de identificar para los organismos de supervisión, dadas las diferencias tecnológicas y de conocimiento cada vez mayores entre los reguladores y los regulados. La combinación de los avances tecnológicos, las estructuras de incentivos privadas y el crecimiento de la competencia en el área de servicios financieros impulsa a las empresas financieras privadas a adaptarse a los cambios estructurales con mucha mayor rapidez de lo que pueden reaccionar los marcos de supervisión y regulatorios.

Como se indica en el gráfico 1, los riesgos y vulnerabilidades pueden desarrollarse de forma endógena, dentro del sistema financiero, y exógena, por ejemplo, en la economía real. Los diferentes tipos de riesgo exigen medidas de política económica distintas. En general, las autoridades financieras pueden influir en la dimensión y probabilidad de desequilibrios endógenos mediante la regulación, la supervisión y el control de las crisis. Sin embargo, es más difícil controlar las perturbaciones externas, a no ser mediante políticas macroeconómicas sujetas a plazos largos e inciertos. El alcance de la política económica en caso de una perturbación externa se limita principalmente a reducir su repercusión sobre el sistema financiero,

Gráfico 1. Esquema de los factores que afectan al funcionamiento del sistema financiero



por ejemplo, manteniendo la capacidad del sistema para absorber shocks y activando sistemas de seguridad para proteger información esencial. Dichas medidas permitieron a los mercados financieros estadounidenses sobrevivir a los ataques terroristas del 11 de septiembre sin sufrir daños duraderos.

Los *riesgos endógenos* pueden surgir en cualquiera de los tres componentes principales del sistema financiero: instituciones, mercados e infraestructura (véase el cuadro 1).

- Pueden crearse problemas en una institución financiera y posteriormente expandirse a otras partes del sistema financiero, o varias instituciones pueden verse afectadas simultáneamente porque tienen similares exposiciones al riesgo.
- Los mercados están sujetos al riesgo de contraparte, a los desajustes de los precios de los activos, las corridas y el contagio.
- Los problemas que se originan en las instituciones financieras (por ejemplo, ineficacias operativas, riesgo de concentración y efecto dominó) pueden generar problemas en la infraestructura financiera —por ejemplo, en los sistemas de compensación

Cuadro 1. Posibles fuentes de inestabilidad financiera

Endógenas	Exógenas
<p><i>Radicadas en las instituciones</i></p> <p>Riesgos financieros</p> <ul style="list-style-type: none"> • de crédito • de mercado • de liquidez • de tasa de interés • de cambio <p>Riesgo operativo</p> <p>Deficiencias en la tecnología de la información</p> <p>Riesgo legal/de integridad</p> <p>Riesgo de reputación</p> <p>Riesgo de estrategia empresarial</p> <p>Concentración del riesgo</p> <p>Riesgo de adecuación de capital</p>	<p><i>Perturbaciones macroeconómicas</i></p> <p>Riesgo de entorno económico</p> <p>Desequilibrios en la política económica</p>
<p><i>Radicadas en el mercado</i></p> <p>Riesgo de contraparte</p> <p>Desajuste de los precios de los activos</p> <p>Corridas en los mercados</p> <ul style="list-style-type: none"> • de crédito • de liquidez <p>Contagio</p>	<p><i>Acontecimientos</i></p> <p>Desastres naturales</p> <p>Sucesos políticos</p> <p>Quiebras de grandes empresas</p>
<p><i>Radicadas en la infraestructura</i></p> <p>Riesgo de los sistemas de compensación, pago y liquidación</p> <p>Deficiencias en la infraestructura</p> <ul style="list-style-type: none"> • legales • regulatorias • contables • de supervisión <p>Desplome de confianza que provoca corridas</p> <p>Efecto dominó</p>	

y liquidación— que tienen repercusiones más amplias para el sistema financiero. Asimismo, las deficiencias que se originan en la infraestructura —por ejemplo, en los sistemas legal y contable— pueden provocar quiebras de empresas (la quiebra de la empresa estadounidense Enron estaba relacionada con deficiencias en el sistema contable).

Los *riesgos exógenos* se derivan de problemas fuera del sistema financiero. La estabilidad financiera es propensa a sufrir shocks externos: por ejemplo, desastres naturales, cambios en las condiciones comerciales de un país, acontecimientos políticos, fluctuaciones

del precio del petróleo, innovaciones tecnológicas, cambios bruscos en las expectativas del mercado o cesación de pagos de la deuda soberana por parte de un país vecino. Los acontecimientos macroeconómicos, como la quiebra de una gran empresa, pueden debilitar la confianza del mercado y crear desequilibrios que afectan al sistema financiero en su conjunto.



Análisis de la estabilidad financiera

El análisis de la estabilidad financiera tiene que cubrir todas las fuentes de riesgos y vulnerabilidades mencionadas anteriormente, lo cual requiere una vigilancia sistemática de cada componente del sistema financiero y de la economía real (hogares, empresas, sector público). El análisis también debe tener en cuenta los vínculos entre sectores y países, ya que los desequilibrios suelen ser provocados por una combinación de deficiencias procedentes de distintas fuentes.

Además, las autoridades tienen que considerar el alcance inicial de las vulnerabilidades y su posible repercusión en el sistema financiero en su conjunto. Puede surgir tensión financiera a escala microeconómica —por ejemplo, la quiebra de un banco o de una gran empresa no financiera— y posteriormente expandirse por todo el sistema financiero, quizás a través de exposiciones interbancarias al riesgo o por efectos sobre la confianza, o los acontecimientos pueden afectar inmediatamente a una gran parte de la economía, como en el caso de un fallo sistémico.

Debido a que la propia naturaleza del riesgo sistémico ha cambiado, es necesario un conjunto de indicadores más amplio y completo. En concreto, el riesgo puede estar menos concentrado que en el pasado. En primer lugar, las instituciones financieras han aumentado sus actividades en el mercado y sus exposiciones al mismo, y las empresas no financieras y los hogares han incrementado su participación en los mercados. En segundo lugar, los instrumentos de diversificación del riesgo —mediante actividades tales como coberturas, transferencias del riesgo de crédito y titulización de los préstamos bancarios— han

mejorado. Estos cambios redujeron el riesgo de quiebras bancarias individuales y del tradicional efecto dominó. Sin embargo, las ventajas de que los riesgos estén más compartidos pueden quedar contrarrestadas por la mayor vulnerabilidad ante shocks en todo el sistema, dado que las exposiciones globales a los mercados financieros aumentaron significativamente, lo cual supone una influencia simultánea potencialmente mayor de acontecimientos adversos extremos en estos mercados.

El análisis de estabilidad financiera se corresponde, en cierta medida, con el análisis macroprudencial tradicional. Se basa en indicadores generales, como datos del balance que reflejan para los distintos sectores (hogares y empresas) la situación financiera, los coeficientes entre deuda neta e ingresos, las medidas del riesgo de contraparte (como diferenciales crediticios) y de liquidez y calidad de los activos (como préstamos en mora), posiciones abiertas en divisas y exposiciones por sector con especial atención a las medidas de concentración. Estos son en su mayoría indicadores microprudenciales agregados a escala macroeconómica, por lo que dentro de estos agregados deberían considerarse las dispersiones. Para evaluar la estabilidad de todo el sistema financiero, es necesario un conjunto más amplio de indicadores que vigilen las condiciones de mercados importantes, incluidos los mercados monetarios interbancarios, de repos, de bonos, bursátiles y de derivados. Entre los indicadores pertinentes se incluyen las medidas de liquidez del mercado (como diferenciales entre el precio de compra y el precio de venta), la incertidumbre y el riesgo del mercado (reflejados en la volatilidad histórica e implícita del precio de los activos) y la sostenibilidad del precio de los activos (como indican la profundidad y la amplitud del mercado así como las desviaciones en los modelos de determinación del precio de los activos, los modelos de precios de “equilibrio” basados en variables fundamentales o la relación precio/ganancia).

Los indicadores de solidez financiera básicos y recomendados del FMI (véase el cuadro 2) contienen una recopilación básica de estas variables. También pueden extraerse indicadores complementarios para el funcionamiento de la infraestructura financiera, incluidas cifras del sistema de pagos relativas a incidencias (fallos debidos a

Cuadro 2. Indicadores de solidez financiera

Indicadores básicos	
Instituciones de depósito	
<i>Adecuación del capital</i>	Capital reglamentario/activos ponderados en función del riesgo Capital reglamentario de nivel 1/activos ponderados en función del riesgo Préstamos en mora deducidas las reservas para pérdidas/capital
<i>Calidad de los activos</i>	Préstamos en mora/ préstamos totales brutos Distribución sectorial de los préstamos/préstamos totales
<i>Ganancias y rentabilidad</i>	Rendimiento de los activos Rendimiento del patrimonio neto Margen de intereses/ingresos brutos Gastos no correspondientes a intereses/ingresos brutos
<i>Liquidez</i>	Activos líquidos/activos totales Activos líquidos/pasivos a corto plazo
<i>Sensibilidad al riesgo de mercado</i>	Posición abierta neta en moneda extranjera/capital
Indicadores recomendados	
Instituciones de depósito	
	Capital/activos Alta exposición crediticia/capital Distribución geográfica de los préstamos/préstamos totales Posición bruta de activos en derivados financieros/capital Posición bruta de pasivos en derivados financieros/capital Ingresos por operaciones en mercados financieros/ ingresos totales Gastos de personal/gastos no correspondientes a intereses Diferencial entre las tasas activa y pasiva de referencia Diferencial entre las tasas interbancarias máximas y mínimas Depósitos de clientes/préstamos totales (no interbancarios) Préstamos en moneda extranjera/préstamos totales Pasivos en moneda extranjera/pasivos totales Posición abierta neta en acciones y otras participaciones de capital/capital
Otras empresas financieras	Activos/activos totales del sistema financiero Activos/PIB
Empresas no financieras	Deuda total/patrimonio neto Rendimiento del patrimonio neto Ganancias/gastos por intereses y principal Exposición cambiaria neta/patrimonio neto Número de solicitudes de protección frente a los acreedores
Hogares	Deuda de los hogares/PIB Servicio de la deuda y pago de principal de los hogares/ingresos
Liquidez de mercado	Diferencial medio entre el precio de compra y el precio de venta en el mercado de valores ¹ Coeficiente del volumen medio diario de operaciones en el mercado de valores ¹
Mercados inmobiliarios	Precios inmobiliarios Préstamos inmobiliarios residenciales/préstamos totales Préstamos inmobiliarios comerciales/préstamos totales

¹0 en otros mercados más importantes para la liquidez bancaria, como los mercados de divisas.

problemas de *hardware*, de *software* o de conectividad), ralentizaciones o liquidaciones no efectuadas. La infraestructura financiera también puede resultar afectada por cambios en los sistemas legales, de regulación, contables o de supervisión como reacción a la tensión financiera. Por último, las variables macroeconómicas tales como crecimiento económico, inversión, inflación, balanza de pagos y precios de los activos no financieros pueden indicar un aumento de los desequilibrios.

Los sistemas de alerta anticipada pueden ayudar a ponderar la importancia de los diferentes indicadores de estabilidad financiera y prever tensiones financieras. Algunas variables han demostrado ser indicadores importantes de la tensión financiera: por ejemplo, las subidas de tasas de interés suelen anunciar fuertes ajustes en los precios de los activos. En diversos estudios se llegó a la conclusión de que un aumento en la relación entre el crédito y el PIB, especialmente en combinación con un auge de la inversión, es un indicador importante de burbujas de activos y crisis financieras. Además, los indicadores de los mercados financieros facilitan información importante que capta cambios fuera de los propios mercados, ya que diversos riesgos posibles de la economía pueden reflejarse de inmediato en variables tales como los diferenciales de los bonos y los precios de las acciones.

Por último, el análisis de la estabilidad financiera tiene que tener en cuenta no solo las posibles perturbaciones, sino también la medida en que estas pueden ser absorbidas por el sistema financiero. En concreto, hay que considerar los distintos factores que pueden amortiguar o contener un shock, entre los que se incluyen el tamaño de los colchones de capital, la fiabilidad de los servicios de (rea)seguro y la idoneidad de los mecanismos de contención y de las redes y sistemas de seguridad.

Además, dado que el análisis de la estabilidad financiera se complica por la falta de linealidad y la necesidad de centrarse en hechos excepcionales pero posibles, suele ser necesario considerar distribuciones de variables y analizar qué ocurre si los riesgos se manifiestan simultáneamente. En este contexto, las pruebas de tensión son una herramienta útil para medir la capacidad de reacción de partes de la economía en condiciones extremas. Aunque dichas

pruebas pueden realizarse para instituciones financieras individuales y quizá para el conjunto del sistema bancario e incluso para sectores concretos, su uso para todo el sistema financiero es limitado, especialmente en el caso de los sistemas que tienen una combinación de financiamiento bancario y de los mercados, en parte por la falta de datos y de modelos empíricos. El reto consiste en desarrollar pruebas de tensión para todo el sistema, que consideren las interrelaciones del sector financiero y los efectos secundarios que tienen unas instituciones financieras sobre otras y sobre la economía real.



Formulación de un marco

El desafío de conseguir y mantener la estabilidad financiera depende en cierta medida de la estructura y madurez del sistema económico, y el marco que se describe a continuación sin duda tendrá mayor relevancia para los sistemas financieros más maduros. Dicho marco integra elementos analíticos y de política y permite a las autoridades evaluar la estabilidad financiera en función de datos macroeconómicos, monetarios, de los mercados financieros, de las autoridades de supervisión y de los organismos reguladores. El objetivo es proporcionar una estructura coherente para analizar diferentes aspectos de la estabilidad financiera a fin de: 1) identificar las posibles vulnerabilidades con antelación, antes de que generen correcciones a la baja en los mercados, problemas dentro de las instituciones o fallos en la infraestructura financiera; 2) promover medidas preventivas y correctivas oportunas para evitar la inestabilidad financiera, y 3) recuperar la estabilidad del sistema financiero cuando fallan las medidas preventivas y correctivas. Este marco intenta ir más allá del enfoque tradicional de “transmisión de shocks”, que es la base de muchos marcos de política existentes.

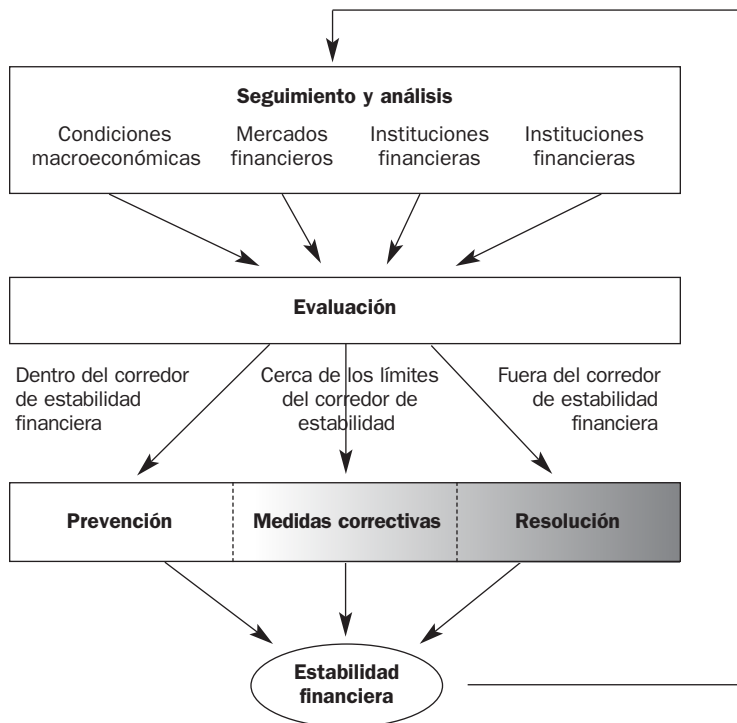
El objetivo final de las autoridades debería ser poner en marcha mecanismos que eviten que los problemas financieros se conviertan en sistémicos o amenacen la estabilidad del sistema financiero y la

economía real, pero sin reducir la capacidad de la economía para mantener el crecimiento o cumplir con el resto de sus funciones. La meta no es necesariamente impedir que afloren todos los problemas financieros. En primer lugar, no sería realista esperar que un sistema financiero dinámico y efectivo no experimente nunca volatilidad o turbulencias en sus mercados, o que todas las instituciones financieras sean capaces, en todo momento, de manejar perfectamente todas las incertidumbres y riesgos que conlleva la prestación de servicios financieros y de mantener —o incluso aumentar— el valor de los activos de los accionistas.

En segundo lugar, no es deseable la creación de mecanismos que protejan excesivamente la estabilidad de los mercados y desalienten la asunción de riesgo alguno.

Guiado por el concepto de un corredor de estabilidad financiera dentro de un continuo, un punto de partida natural para definir el marco y ponerlo en funcionamiento sería el análisis continuado y exhaustivo de los posibles riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero. Dicho análisis iría seguido de una evaluación del grado en que dichas vulnerabilidades amenazan la estabilidad financiera y, después, de la adopción de las acciones políticas adecuadas, que se determinarían en función de la situación del sistema financiero. Si el sistema está en líneas generales en la zona de estabilidad y es probable que se mantenga en ella en un futuro inmediato, la política adecuada es principalmente preventiva y estará dirigida a mantener la estabilidad mediante la disciplina de los mercados y la supervisión y vigilancia oficiales. En segundo lugar, el sistema financiero puede hallarse en un corredor de estabilidad pero avanzando hacia sus límites, por ejemplo debido a que están empezando a crearse desequilibrios o porque se están produciendo cambios fuera del sistema financiero. Proteger la estabilidad del sistema puede requerir medidas correctivas, como presión moral y una intensificación de la supervisión. En tercer lugar, el sistema financiero puede ser inestable —fuera del corredor de estabilidad financiera— y por lo tanto, incapaz de desempeñar adecuadamente sus funciones. En dicho caso, las políticas deberían ser reactivas y tender a recuperar la estabilidad, lo cual puede incluir la resolución de crisis. Los elementos principales de este marco de estabilidad financiera se resumen en el gráfico 2. Obviamente, dada la naturaleza polifacética de la estabilidad financiera,

Gráfico 2. Marco para mantener la estabilidad del sistema financiero



la distinción entre las categorías de políticas casi nunca será muy evidente.

Los posibles problemas podrían clasificarse en una de las categorías generales siguientes:

- Dificultades en una única institución o un solo mercado sin probabilidades de que tengan repercusiones sobre el sistema general bancario o financiero.
- Dificultades que afectan a varias instituciones importantes y que probablemente se extiendan a otras instituciones o mercados.
- Dificultades que probablemente se propaguen a un número importante de instituciones financieras de distintos tipos a través de mercados no relacionados, tales como los mercados a plazo, interbancarios y bursátiles.

Cada categoría requiere herramientas de diagnóstico y políticas de respuesta diferentes, desde no hacer nada hasta intensificar la supervisión o la vigilancia de una institución o mercado específicos, inyectar liquidez a los mercados para disipar las tensiones o intervenir en instituciones concretas.

Prevención

Las autoridades deben tratar a un sistema financiero estable del mismo modo que los médicos tratan a los pacientes sanos. El cuidado de los pacientes sanos se centra en identificar posibles problemas antes de que causen algún daño y prevenirlos, mediante inmunizaciones, chequeos regulares y medidas similares.

En un sistema financiero sano, los instrumentos principales para prevenir el posible aumento de desequilibrios que podría desencadenar una crisis son la disciplina de los mercados; la regulación, supervisión, vigilancia y comunicación oficiales, y políticas macroeconómicas sólidas. Puede ser necesario realizar ajustes oportunos tanto en la manera de evaluar las vulnerabilidades como en el diseño y la aplicación de los instrumentos de política a medida que se producen los cambios que podrían afectar al sistema financiero.

Medidas correctivas

Para continuar con nuestra analogía médica, si un paciente no está enfermo todavía pero muestra signos de posibles problemas —por ejemplo, aumento o disminución de peso, insuficiencia respiratoria, alta presión arterial— puede ser necesario aplicar medidas preventivas. El médico puede ordenar pruebas adicionales y chequeos más frecuentes, recomendar cambios en el estilo de vida o recetar medicación.

Esta situación es similar a la fase en la que un sistema financiero se aproxima a los límites del corredor de estabilidad. Por ejemplo, pueden haber aumentado los desequilibrios debido al rápido crecimiento del crédito combinado con una inflación de los precios de los activos y una disminución de la capitalización del sistema bancario; aun cuando no existan riesgos inmediatos, los problemas, si no se controlan, pueden exacerbarse. Otro factor de riesgo es un cambio imprevisto en el entorno nacional o externo.

En la práctica, esta segunda fase intermedia es la más ambigua de las tres. Es difícil evaluar, por su naturaleza, las vulnerabilidades que todavía no se han manifestado y es más complicado identificar o aplicar los instrumentos correctivos adecuados y motivar a los participantes para que sean más prudentes cuando no existe una inestabilidad financiera evidente. Pero en esta fase las autoridades deberían intentar influir en los acontecimientos o corregirlos mediante la presión moral y la intensificación de la vigilancia y la supervisión. Podría ser necesario que reforzaran las redes de seguridad para evitar las corridas bancarias y el contagio o que realizaran ajustes en las políticas macroeconómicas.

Resolución

Si a pesar de estas medidas el paciente cae enfermo, podrá ser necesaria una intervención importante (terapia intensiva o cirugía), es decir, las políticas de las autoridades financieras deberán intensificarse a medida que el sistema financiero avanza hacia los límites de la estabilidad, o acaba cruzándolos.

En este momento, puede ocurrir que los bancos no quieran o no sean capaces de financiar proyectos rentables, que los precios de los activos dejen de reflejar su valor intrínseco, o que los pagos no se liquiden a su debido tiempo, o no se liquiden en absoluto. En casos extremos, la inestabilidad financiera puede desencadenar una corrida bancaria o provocar hiperinflación, una crisis monetaria o una caída del mercado bursátil. En esta fase serían adecuadas políticas más firmes para recuperar la estabilidad y, en caso necesario, resolver la crisis. La vigilancia y la supervisión deberán intensificarse, mientras que podrían ser necesarias políticas más activas para restablecer las capacidades del sistema y generar más confianza. Generalmente, habrá que aplicar medidas discrecionales que no pueden determinarse con antelación y que a veces no pueden revelarse por razones estratégicas. Por ejemplo, las autoridades pueden considerar que es deseable mantener una “ambigüedad constructiva” —es decir, no proporcionarán garantías prematuras de tolerancia, no activarán redes de seguridad financiera o no aportarán inyecciones de liquidez a instituciones concretas ni al sistema financiero en general— para que los participantes del mercado no incurran imprudentemente

en riesgos. Además, la comunicación oficial y las políticas macro-económicas pueden ayudar a contener la turbulencia de los mercados financieros.



¿Por qué la estabilidad financiera es un bien público?

A menudo se considera que la actividad financiera moderna es una actividad puramente privada cuyos beneficios son cosechados principalmente, si no exclusivamente, por particulares y empresas privadas. Sin embargo, existen vínculos fundamentales entre los mercados financieros de un país, su moneda fiduciaria y su economía real.

Al reunir a ahorristas dispuestos a aplazar el consumo y a inversionistas que buscan capital para invertir en actividades productivas, la actividad financiera crea sustitutos de la moneda fiduciaria que son intercambiables en el curso del tiempo, aumentando y mejorando así las ventajas de la moneda fiduciaria al facilitar la asignación más eficiente de los recursos económicos reales entre diferentes actividades y lugares y, especialmente, en el tiempo. Por definición, la actividad financiera entraña riesgos, pero también permite valorarlos y, cada vez más, venderlos por separado a los participantes de los mercados financieros que se encuentran en condiciones de asumirlos. Debido a estas características, la actividad financiera hace posible que la actividad económica sea mucho mayor de lo que sería solo con la moneda fiduciaria.

Sin embargo, la actividad financiera también incrementa el volumen de una posible demanda de liquidez pura que supera con creces la oferta disponible de moneda fiduciaria. El riesgo inherente a dicho apalancamiento es que exista demasiada actividad financiera que dependa de una confianza demasiado escasa en el cumplimiento de los contratos financieros. Se crean posibles situaciones en las que no se satisfacen a tiempo derechos legítimos sobre moneda fiduciaria o no se liquidan las transacciones. Las pérdidas económicas relacionadas con dichos incumplimientos pueden ser enormes.

Y, aunque la actividad financiera moderna es ante todo una red dinámica de numerosos contratos financieros privados individuales,

las perspectivas de obtener realmente estos beneficios privados requieren determinados acuerdos autorizados públicamente. Por ejemplo, los contratos financieros privados generalmente están redactados en términos de una unidad de cuenta legalmente autorizada y medidos en términos de normas contables legalmente aprobadas, mientras que la liquidación y entrega de un pago pueden realizarse en moneda fiduciaria. Asimismo, existe la presunción de recurso legal ante un incumplimiento de contrato. Hay otros aspectos de la política pública que respaldan la eficacia y eficiencia de la actividad financiera privada, y que incluyen políticas microeconómicas y macroeconómicas sensatas.

Además, existen abundantes pruebas empíricas de que la actividad financiera no puede tener automáticamente resultados eficaces si se abandona del todo a las fuerzas del mercado. En primer lugar, la actividad financiera debería considerarse un bien público y, como tal, su producción podría ser insuficiente o excedentaria. La información incompleta o asimétrica crea margen para una determinación errónea de los precios y una selección adversa. Y los costos de reunir y analizar información sobre las contrapartes pueden ser prohibitivos para las partes privadas, mientras que se producirían economías de escala evidentes en la supervisión de las instituciones financieras por parte del sector público. Los mercados financieros son incompletos, determinados riesgos de liquidez no son asegurable y la competencia es imperfecta. Asimismo, la pérdida de estabilidad financiera por mala gestión monetaria y financiera puede echar a perder la economía real, como ocurrió durante la Gran Depresión. En cambio, un sistema financiero sano estimula la acumulación de riqueza por parte de las personas, las empresas y los gobiernos, requisito básico para que una sociedad se desarrolle y crezca, y afronte los acontecimientos adversos.

Es evidente que al diseñar las políticas públicas hay que tener en cuenta los posibles costos futuros asociados a las reacciones y ajustes de los mercados privados ante dichas políticas, por ejemplo, por riesgo moral y arbitraje regulador. Las autoridades deben reconocer que existen posibles soluciones de compromiso entre la intervención con miras a obtener estabilidad a corto plazo y la estabilidad a más largo plazo que podría conseguirse al permitir la quiebra de institu-

ciones que no son sanas. También deberán lograr un equilibrio delicado para asegurar el dinamismo, la eficiencia y la capacidad de reacción de los mercados. Deberán diseñarse políticas para salvaguardar la estabilidad financiera sin dejar de estimular la asunción de riesgos. La cautela excesiva podría inhibir el desarrollo dinámico de la actividad financiera, conteniendo el crecimiento en los países industriales y desbaratando el desarrollo en las economías de mercados emergentes. Las naciones deben elegir individualmente las soluciones de compromiso que mejor fomenten su propio bienestar.



De cara al futuro

¿Son la volatilidad, las turbulencias y las crisis que se han producido repetidamente desde 1990 una indicación de lo que debería esperarse de los mercados financieros en el futuro, o representan una fase transitoria, con perspectivas de una época de mayor calma?

Hay razones para ser optimistas. Parece que las grandes instituciones financieras internacionales han aprendido lecciones importantes de las crisis de la década de los noventa y las han incorporado a los nuevos sistemas de control y gestión de riesgos junto con una mayor diversificación de sus carteras financieras y de sus actividades de negocio. Las autoridades nacionales —muchas de las cuales fueron sorprendidas por las crisis— también empezaron a reformar sus normativas bancarias y sus marcos de supervisión, mientras que la comunidad internacional lanzó iniciativas para reforzar la arquitectura financiera internacional.

Parece que estas reformas públicas y privadas merecieron la pena. Las economías industriales demostraron su resiliencia ante el estallido de la burbuja de las empresas punto.com en el período 1999–2000, los niveles históricos de cesación de pagos de bonos corporativos de la última década y las secuelas financieras de los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001. Esto indica que las economías industriales mejoraron su capacidad de diversificar los riesgos privados y nacionales lo suficiente como para reducir las pérdidas financieras a un nivel manejable. Sin embargo, la complejidad de la actividad financiera siguió aumentando y su transparencia disminuyendo, lo cual

hace cada vez más difícil contener los excesos financieros antes de que su tamaño genere volatilidad y turbulencias.

No obstante, muchos países de mercados emergentes no parecen haber adquirido el mismo grado de aislamiento y resistencia. Aunque pueden tener acceso a la actividad financiera mundial, todavía no han sido capaces de gestionar los riesgos inherentes. No han seguido el ritmo de los cambios estructurales ni se han preparado para el mundo de la actividad financiera moderna, en concreto a la hora de establecer sistemas legales transparentes y eficaces, garantizar el cumplimiento de contratos y el cobro de garantías en casos de cesación de pagos, construir infraestructuras financieras, incluidos mecanismos de supervisión y regulación y la aplicación de redes de seguridad bien diseñadas y controladas, o preparar normas de gobierno corporativo. Las brechas en estas áreas fundamentales son evidentes incluso en países de alto rendimiento que experimentaron un crecimiento sostenido. Para muchas economías emergentes, la globalización de la actividad financiera fue un arma de doble filo. Durante las épocas de bonanza, su desarrollo económico y financiero se beneficia de entradas de capital sano, pero al no realizarse las reformas necesarias, la inversión de estos flujos las deja en situación vulnerable ante las crisis financieras y económicas potencialmente devastadoras.



Estrategia para el futuro

En resumen, es probable que el paso a un sistema financiero más grande, integrado, apalancado, complejo y basado en el mercado continúe cambiando la naturaleza del riesgo financiero. Tanto los países industriales como las economías de mercados emergentes pueden suponer con razón que, aun cuando hoy en día el sistema financiero internacional sea más eficiente y tenga mayor capacidad de reacción que hace veinte años, también puede ser más probable que experimente movimientos bruscos en los precios de los activos y el capital, turbulencias de mercado y crisis que podrían poner en peligro la economía mundial.

La prudencia recomendaría una estrategia triple: fortalecer los marcos de supervisión y regulación nacionales, reforzar la disciplina de los mercados nacionales e internacionales y adoptar una perspectiva global.

Fortalecer los marcos nacionales

Las turbulencias que han sacudido a los mercados financieros desde la década de los noventa indican que es necesario eliminar algunas de las brechas de supervisión existentes mediante una supervisión más estrecha por parte del sector público sobre los sistemas internos de control y gestión del riesgo de las instituciones financieras, la capacidad y participación de la alta gerencia en estos sistemas, y mecanismos de gobierno corporativo en general. Otra manera de salvaguardar la estabilidad financiera manteniendo al mismo tiempo las ventajas de la eficiencia financiera puede ser penalizar a las instituciones que no observan las normas y exigirles que mantengan un capital superior al mínimo exigido por el marco de suficiencia de capital conocido como Basilea II. Este sería un primer paso para la creación de una estructura de incentivos que anime a las instituciones financieras y a los inversionistas individuales a interiorizar la responsabilidad sobre la asunción colectiva de riesgos. La estabilidad financiera también se reforzaría si se fomentara la adhesión de todas las instituciones a las directrices, normas y mejores prácticas internacionales.

Reforzar la disciplina de los mercados

La segunda parte de la estrategia consiste en utilizar mejor la disciplina de los mercados. Una característica importante de contar con infraestructuras fuertes y, de ser posible, infalibles —en concreto, sistemas de liquidación bruta en tiempo real— es que puede permitirse que las instituciones financieras, incluidas las grandes, quiebren y se liquiden sin que ello suponga una amenaza para la estabilidad, o incluso la eficacia, de los sistemas de pagos nacionales.

Por lo tanto, la ventaja de mejorar la transparencia y la información pública así como la destinada a los organismos reguladores es que tanto los participantes del mercado como las autoridades de supervisión pueden detectar indicios de estrategias de inversión equivocadas o problemas financieros antes de que puedan causar daños. El

aumento de la transparencia y de la información revelada también permitiría a los supervisores y a las autoridades formarse opiniones mejor fundadas sobre el posible daño que podrían sufrir otras instituciones o mercados si se permite la quiebra de una institución. La combinación de transparencia y revelación de información, una supervisión eficaz y disciplina de los mercados constituirá un gran paso para salvaguardar los sistemas financieros nacionales y, asimismo, para proteger la eficacia y fluidez del funcionamiento del sistema financiero internacional. El apoyo público puede estar indicado para otras iniciativas del sector privado a fin de aumentar la estabilidad a través de medios tales como la autorregulación o la mejora de la infraestructura financiera. Un ejemplo reciente es la creación del Banco de Liquidación Continua, que ha reducido significativamente los riesgos relacionados con las transacciones en divisas.

Adoptar una perspectiva mundial

La tercera parte de la estrategia es que todos los países reconozcan y actúen de acuerdo con el principio de que la globalización de la actividad financiera ha hecho que la estabilidad financiera internacional sea un bien público mundial que trasciende los objetivos e intereses nacionales. Aunque todos los países pueden contribuir a la estabilidad financiera internacional logrando y manteniendo la estabilidad financiera nacional, las políticas financieras diseñadas exclusivamente para alcanzar objetivos nacionales pueden crear problemas en otros países o en los mercados financieros internacionales.

Al igual que las empresas internacionales que prestan servicios financieros privados necesitan tener un enfoque mundial para controlar y gestionar el riesgo, las autoridades tienen que adoptar un enfoque internacional para la vigilancia, regulación y supervisión eficaces de la actividad financiera. De hecho, una consecuencia fundamental de la globalización de la actividad financiera es que los sistemas financieros de carácter nacional pueden no ser capaces de proporcionar el tipo de enfoque mundial necesario para lograr una estabilidad financiera internacional duradera sin contar con algunos mecanismos de coordinación internacional plenamente reconocidos y vinculantes desde el punto de vista de su funcionamiento. Se está haciendo un hincapié considerable en la cooperación internacional

en áreas tales como el establecimiento de normas y códigos internacionales para la supervisión de los bancos y las compañías de seguros y para los sistemas de pagos. Pueden utilizarse normas y códigos internacionales —como los Principios Básicos de Basilea, desarrollados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea— para igualar las reglas de funcionamiento y mejorar la eficiencia, protegiendo así la estabilidad ante la integración entre sectores y países.

En este contexto, el marco propuesto, que se ilustra en el gráfico 2, puede percibirse como una herramienta flexible para interpretar los cambios y traducirlos en medidas de política económica. Lo difícil es llegar a entender mejor cómo las diferentes dimensiones de la estabilidad financiera interactúan entre ellas y con la economía real, y cómo las medidas de política influyen en estas interrelaciones. Más concretamente, los esfuerzos deben centrarse en ampliar la información disponible, mejorar las herramientas empíricas, desarrollar indicadores de forma tal que las autoridades puedan predecir mejor los posibles problemas y relacionar dichos indicadores con instrumentos de política específicos. La lista de tareas pendientes es nutrida, pero sin duda las experiencias prácticas mostrarán el camino.

Serie de Temas de economía

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry y Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott y Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zulu Hu y Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn y Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter y Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi y Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza y Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek y Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy.* Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano y Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* Departamento de Finanzas Públicas. 1998.
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues.* Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti y Andrew Tweedie. 1999.
18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade.* Oleh Havrylyshyn y Donal McGettigan. 1999.
19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen y Donald Mathieson. 1999.
20. *¿Por qué algunos países logran crear más empleo que otros?* Pietro Garibaldi y Paolo Mauro. 2000.

21. *Mejora de la gestión pública y lucha contra la corrupción entre los países bálticos y de la CEI: La función del FMI.* Thomas Wolf y Emine Gürgen. 2000.
22. *Dificultades para la predicción de crisis económicas.* Andrew Berg y Catherine Pattillo. 2000.
23. *Fomento del crecimiento económico de África al sur del Sahara: Qué es lo que funciona.* Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis y Dhaneshwar Ghura. 2000.
24. *Plena dolarización: Ventajas e inconvenientes.* Andrew Berg y Eduardo Borensztein. 2000.
25. *Control de la contaminación mediante el uso de impuestos y licencias negociables.* John Norregaard y Valérie Reppelin-Hill. 2000.
26. *La pobreza rural en los países en desarrollo: Su relación con la política pública.* Mahmood Hasan Khan. 2001.
27. *La política tributaria en los países en desarrollo.* Vito Tanzi y Howell Zee. 2001.
28. *Riesgo moral: ¿Alienta el financiamiento del FMI la imprudencia de prestatarios y prestamistas?* Timothy Lane y Steven Phillips. 2002.
29. *El sistema jubilatorio: Un rompecabezas. Prerrequisitos y opciones de políticas en el diseño de jubilaciones y pensiones.* Nicholas Barr. 2002.
30. *Ocultándose en las sombras: El crecimiento de la economía subterránea.* Friedrich Schneider y Dominik Enste. 2002.
31. *Reestructuración del sector empresarial: La función del gobierno en épocas de crisis.* Mark R. Stone. 2002.
32. *¿Deben ser independientes los reguladores del sector financiero?* Marc Quintyn y Michael W. Taylor. 2004.
33. *La educación de los niños en los países pobres.* Arye L. Hillman y Eva Jenkner. 2004.
34. *¿Puede el alivio de la deuda estimular el crecimiento de los países pobres?* Benedict Clements, Rina Bhattacharya y Toan Quoc Nguyen. 2005.
35. *Reforma financiera: ¿Qué factores la afectan y qué otros le dan forma?* Abdul Abiad y Ashoka Mody. 2005.
36. *Preservación de la estabilidad financiera.* Garry J. Schinasi. 2005.

Garry J. Schinasi

Garry J. Schinasi, Asesor del Departamento Financiero del FMI, obtuvo su Doctorado en Ciencias Económicas de la Universidad de Columbia en 1979. Trabajó para la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos desde 1979 hasta 1989, antes de incorporarse al FMI. De 1992 a 2001, Schinasi ocupó diversos puestos en el Departamento de Estudios del FMI. Contribuyó a la elaboración de *Perspectivas de la economía mundial*, fue uno de los coordinadores de los estudios de supervisión de los mercados de capitales del FMI y fue coproductor de la publicación *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*. Ha publicado artículos en *The Review of Economic Studies*, *Journal of Economic Theory*, *Journal of International Money and Finance* y otras publicaciones teóricas y de política económica. Su libro, *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*, será publicado por el FMI en diciembre de 2005.



**Preserving Financial Stability
(Spanish)**

