


# El ojo del huracán

Un nuevo estilo de crisis obliga a reconsiderar las medidas de prevención y solución.





**C**OMO a los hombres del tiempo, a los economistas se les culpa frecuentemente por equivocarse en sus predicciones. Si abrimos el diario casi invariablemente todos los días de la semana parece que se estuviese fraguando otra tormenta financiera en alguna parte del mundo. ¿Pueden los economistas predecir mejor estas tormentas para que las autoridades tomen las medidas necesarias para levantar defensas y, en caso necesario, asegurar las escotillas? Y ¿tienen estas tormentas que ser tan destructivas?

En la presente edición de *Finanzas & Desarrollo* se examinan algunas iniciativas emprendidas por las instituciones financieras internacionales, en particular por el FMI, para reducir al mínimo la aparición de crisis financieras y resolverlas más rápidamente y con un menor costo. Estas crisis, que conllevan la combinación de varios problemas cambiarios, bancarios y de deuda (véase recuadro 1), han lanzado a un torbellino a varias economías emergentes —desde Asia oriental hasta América Latina e incluso Rusia y Turquía— desde mediados de los años noventa, y se han caracterizado por la salida repentina de grandes flujos de capital que han demostrado con toda claridad que las oportunidades que brinda la globalización no están exentas de riesgo. Para muchos países en desarrollo, el financiamiento privado desempeña hoy día un papel mucho más importante que en el pasado en relación con el financiamiento oficial. Todos los países del mundo se encuentran cada vez más conectados a través de los canales comerciales y financieros. Y los problemas de financiamiento externo y las presiones sobre los tipos de cambio guardan una relación más estrecha con las tensiones en los sectores financiero y empresarial.

Muchas de estas crisis “de nuevo estilo” han sido inesperadamente graves y han pillado desprevenidas a las autoridades. En consecuencia, ha sido necesario reconsiderar los métodos tradicionales de evaluar la vulnerabilidad de un país frente a las perturbaciones económicas (véase recuadro 2).

El FMI ha respondido frente a las crisis introduciendo reformas encaminadas a fortalecer la arquitectura del sistema monetario y financiero internacional y potenciando, en parte, su propia contribución a la prevención y la solución de las crisis financieras. El FMI también ha reconsiderado los aspectos de su asesoramiento en materia de políticas y ha simplificado las condiciones que impone a sus préstamos en un esfuerzo por fomentar la identificación de los países con la adopción de medidas de política sólidas y eficaces.

Para cimentar estos cambios, el FMI ha ampliado su batería de instrumentos a fin de incluir sistemas de alerta anticipada,

Recuadro 1

### Crisis cambiarias, bancarias y de deuda

Una crisis *cambiaria* se produce cuando, como consecuencia de un ataque especulativo contra la moneda de un país, tiene lugar una devaluación o una fuerte depreciación, o el banco central se ve obligado a defender la moneda vendiendo grandes cantidades de reservas o elevando notablemente las tasas de interés. Algunos analistas distinguen entre las crisis cambiarias “clásicas” o a “cámara lenta” y las “de nuevo estilo”. Las primeras se desencadenan tras un período de gasto excesivo y apreciación real de la moneda que debilita la cuenta corriente, con frecuencia en un contexto de controles de capital generalizados, y culmina en una devaluación. En las segundas, a los inversionistas les preocupa la credibilidad del balance de una parte importante de la economía (sector público o privado) que, en un clima de mayor liberalización e integración de los mercados financieros y de capital, pueda desembocar rápidamente en presiones sobre el tipo de cambio.

Una crisis *bancaria* se produce cuando una quiebra o un pánico bancario real o potencial induce a los bancos a suspender la convertibilidad interna de sus pasivos u obliga al gobierno a intervenir para evitar esta situación, proporcionando a los bancos asistencia financiera a gran escala. Las crisis bancarias suelen durar más que las cambiarias y tienen efectos más graves sobre la actividad económica. En los años cincuenta y sesenta apenas se produjeron crisis bancarias, como consecuencia de la existencia de controles de capital y financieros, pero desde los años setenta se han convertido en un fenómeno cada vez más común, a menudo en paralelo con las crisis cambiarias.

Una crisis de *deuda* tiene lugar cuando un prestatario no puede hacer frente a sus pagos o cuando los prestamistas creen que existe esa posibilidad y, por lo tanto, retiran los nuevos préstamos e intentan liquidar los existentes. Las crisis de deuda pueden asociarse a la deuda comercial (privada) o soberana (pública). La percepción del riesgo de que el sector público pueda incumplir sus obligaciones de pago puede, probablemente, dar lugar a una fuerte caída de las entradas de capital privado y a una crisis cambiaria.

basados en técnicas econométricas y otras formas de evaluar la información relevante. ¿Puede convencerse a las autoridades de los mercados emergentes de que aprovechen los buenos tiempos para construir defensas más robustas que permitan amortiguar las crisis en épocas de vacas flacas? ¿Pueden el FMI, y el sistema internacional en general, proporcionar un apoyo adecuado y más eficaz a los países cuando sobrevienen las crisis? ¿Pueden hacerlo de manera que no parezcan complacientes en sus esfuerzos de prevención?

### Construir defensas

Comenzamos nuestro estudio examinando las medidas de prevención de crisis. En el primer artículo se examinan las formas de evaluar los peligros. Uno de los elementos clave para mejorar la información sobre los riesgos que puedan ir gestándose es la evaluación periódica de los factores de vulnerabilidad de un país frente a las perturbaciones externas y los cambios de actitud de los mercados, teniendo en cuenta sus políticas y los amortiguadores de que dispone. En los últimos años, el FMI se ha esforzado para que sus evaluaciones de esa vulnerabilidad sean más continuas e intensivas y, desde mediados de 2001, la Gerencia y el personal de la institución han venido realizando, para uso interno, evaluaciones de este tipo, de cobertura mundial, utilizando una amplia gama de datos combinados con los análisis y la interpretación de los expertos.

Como parte de su labor sobre los indicadores de vulnerabilidad, los investigadores del FMI han estado examinando qué niveles y estructura de la deuda son sostenibles para una economía y, especialmente, como reza el título del segundo artículo “Deuda: ¿Cuándo es excesivo el nivel de endeudamiento?” Si un gobierno o un país acumulan un volumen de deuda mayor del que son capaces de atender en circunstancias adversas, puede estallar una crisis de grandes costos económicos y sociales. Determinar el nivel de deuda sostenible ayuda al FMI a asesorar a los gobiernos sobre cuándo es o no apropiado incurrir en endeudamiento adicional e identificar los casos excepcionales en que podría ser necesaria una reestructuración de la deuda.

Mejorar los procedimientos de recopilación de datos y otras alternativas para examinar la solidez de las economías también permite al FMI mantenerse al tanto de los posibles problemas de los balances (véase “El resultado neto”). En muchas crisis recientes, los países fueron incapaces de hacer frente a perturbaciones externas, como un cambio en la relación de intercambio, o una pérdida de confianza de los inversionistas, debido a deficiencias en el balance del sector público o del sector privado. Esas deficiencias consisten generalmente en desajustes de vencimientos o monedas entre los activos y los pasivos, junto con problemas relacionados con el volumen de la deuda o las reservas para contingencias.

### Prepararse para actuar

¿Qué debemos hacer cuando, como es inevitable, se desencadena una crisis? En el último artículo “Enfrentando la crisis”, se examinan algunas de las medidas actuales para resolver mejor las crisis. Aparte de la mayor importancia de los flujos de capital privados, se ha producido un gran cambio en el financiamiento del sector público y de las empresas en



Recuadro 2

### Las crisis financieras: Distintas y, sin embargo, iguales

Desde 1994, el mundo ha visto cómo se producía una serie de crisis financieras graves en los mercados emergentes, que se han extendido desde Europa (Rusia y Turquía) hasta Asia (Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia) y América Latina (Argentina, Brasil y Uruguay). Estas crisis han sido distintas en muchos aspectos, pero también han tenido varios rasgos comunes.

La mayoría de las crisis financieras tienen su origen en un desequilibrio económico o financiero insostenible (como un abultado déficit en cuenta corriente o alguna discordancia entre los activos y los pasivos de las empresas financieras o no financieras) que, a su vez, suele tener relación con un nivel de precios de los activos (normalmente acciones o bienes raíces) igualmente insostenible o con una sobrevaloración de la moneda.

Así pues, las crisis pueden categorizarse según el sector en el que se originan (sector público o privado, sector bancario o empresas), la naturaleza de los desequilibrios (en cuenta corriente y presupuestarios, que son desequilibrios de flujos, o discordancias entre los activos y los pasivos, que constituyen desequilibrios de saldos), o en función de que los desequilibrios tengan relación con las necesidades de financiamiento a corto plazo de un prestatario o con la capacidad de reembolso a más largo plazo (crisis de liquidez o de solvencia).

Sin embargo, las distinciones entre crisis no son tan claras porque todas estas categorías suelen superponerse unas a otras. Los desequilibrios de un sector tienden a reflejarse en elementos de vulnerabilidad en otros; problemas persistentes de flujos pueden convertirse, en última instancia, en desequilibrios de saldos y los problemas de liquidez pueden rápidamente dar lugar a insolvencia. Además, en el momento en que se desencadena una crisis en un sector, puede rápidamente transmitirse a otros por las interrelaciones del balance (como los bonos del Estado en poder de los bancos o los préstamos al sector empresarial que incurren en mora) y por la vulnerabilidad resultante de la caída de los precios de los activos (incluida la depreciación de la moneda).

**Sector de origen.** Las crisis de Asia de 1997–98 se diferenciaron de casi todas las demás crisis porque tuvieron su origen en

desequilibrios en el sector privado. En cambio, la situación fiscal —que fue un factor clave de vulnerabilidad en Turquía (1994) y Rusia, así como en Brasil (1998)— era sólida en la mayoría de los países de Asia y los niveles de deuda pública eran bajos. Además, los desequilibrios externos, medidos por el déficit en cuenta corriente —Tailandia registraba el mayor— no habían tenido su origen en un consumo excesivo (como en México en 1994), sino más bien en un auge insostenible de la inversión, acompañado, en muchos países en crisis, de una burbuja de precios de los activos.

**Naturaleza de los desequilibrios.** Los desequilibrios de flujos en forma de déficit fiscales o en cuenta corriente prolongados son típicos de un entorno previo a una crisis. Sin embargo, en los casos de Corea e Indonesia se demostró que las crisis pueden desencadenarse aun cuando la situación fiscal o la balanza en cuenta corriente no presenten desajustes. Estos países eran más vulnerables por las discordancias entre vencimientos y monedas de denominación de los activos y pasivos en los balances de las empresas, como consecuencia del excesivo recurso al financiamiento externo a corto plazo en relación con el financiamiento interno y los préstamos a más largo plazo o la financiación mediante acciones. Estas deficiencias pueden permanecer ocultas durante años sin hacerse visibles hasta que el país sufre una perturbación negativa y, en ese momento, los acreedores pueden negarse a proporcionar nuevo financiamiento o a renovar los créditos, provocando así una crisis.

**Plazos de reembolso.** Los riesgos de liquidez son mayores cuando un prestatario tiene un alto nivel de deuda a corto plazo (incluida la deuda a medio y a largo plazo que vence a corto) en relación con sus activos líquidos (sobre todo, reservas de divisas). De hecho, esta proporción ha resultado un indicador de crisis muy fiable, y fue, en realidad, uno de los factores de vulnerabilidad (aunque en diferente medida) de todas las crisis recientes. El riesgo de que los problemas de liquidez dé lugar a insolvencia es también mayor en países con un alto nivel de deuda externa en relación con las exportaciones o el PIB (Rusia en 1998 y Argentina en 2001). En el momento en que un país da la impresión de que no podrá hacer frente al servicio de su deuda, quizá sea difícil evitar una crisis y, a su vez, la depreciación resultante afectará a la solvencia de los prestatarios nacionales que tengan pasivos en moneda extranjera.

detrimento de los préstamos bancarios y a favor de las emisiones de bonos. Desde 1980, las emisiones brutas de bonos de los países con mercados emergentes han crecido, en promedio, en un 25% anual, lo que significa que los acreedores privados se han tornado cada vez más numerosos, anónimos y difíciles de coordinar.

La comunidad internacional ha estado esforzándose para adaptarse a este nuevo entorno aclarando “las reglas de juego” en formas en que se preserve la actividad económica del país prestatario y el valor de los activos para los acreedores y se brinde la suficiente flexibilidad para valorar cada crisis en su justa medida. El hincapié se hará, en la medida de lo posible, en las soluciones voluntarias, orientadas al mercado y en las actuaciones encaminadas a garantizar que el sector privado

cargue rápidamente con las inevitables pérdidas si falla todo lo demás. Uno de los planes consiste en incluir cláusulas de acción colectiva en los contratos de bonos internacionales para limitar la capacidad de los tenedores disidentes para frenar una liquidación. Otro enfoque, liderado por el FMI es la creación de un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana para reorganizar sin demora las deudas de un país, definitivamente y en cooperación con los acreedores. Entre las otras medidas que está adoptando el FMI para reforzar su capacidad de respuesta ante una crisis, cabe señalar el reajuste de su política sobre el acceso de los países a planes financieros excepcionalmente grandes, la revisión de las normas de préstamo para los países con atrasos en sus pagos a los acreedores externos y la reestructuración de sus servicios de préstamo. **F&D**