

Cooperación financiera:
solidaridad en un contexto de globalización
y volatilidad de los mercados financieros

Roberto Lavagna

La cooperación financiera internacional y específicamente la cooperación entre Europa y Latinoamérica puede ser abordada desde, al menos, tres ópticas diferentes.

La primera es la «conceptual», esto es, la discusión, comprensión y acuerdo sobre los fenómenos económicos derivados de las profundas transformaciones que se desarrollan en los mercados financieros internacionales, proceso que, lógicamente, es previo a la fijación de políticas económicas que actúan como macro-regulaciones.

La segunda es la «instrumental», es decir las formas concretas que la cooperación puede asumir en los campos de la banca, los fondos de inversión, los mercados de capitales y el seguro, esto es en el campo financiero en el sentido unificado y amplio que la desregulación y la interdependencia han ido y van creando. Es éste el nivel micro de las regulaciones.

La tercera es la de «financiamiento» propiamente dicho, las fuentes y usos de fondos.

La importancia relativa de estas tres ópticas es, desde mi punto de vista, inversa respecto de lo que cotidianamente se definiría como lo *concreto*. Usualmente, nada más concreto que discutir acerca de apoyo financiero. Lo instrumental es accesorio, pasa a segundo lugar, y lo conceptual a un tercer escalón, más propio del mundo académico o de las especulaciones teóricas, que el de los hombres de gobierno y/o de empresa. Este orden de importancia, que podría ser aceptable para épocas de escaso cambio y, por ende baja innovación, parece ser particularmente errado en momentos de transformaciones profundas a escala global y regional.

De poco sirve ser «práctico» o «concreto» cuando el marco conceptual, que permite hacer un diagnóstico y los instrumentos que sirven para operar sobre la realidad, son inadecuados.

La actual, desde finales de los años 70, es una época de transformaciones radicales en el campo financiero y ello invierte la importancia relativa de los enfoques. La definición de un marco analítico común pasa a ser el más importante elemento de la cooperación financiera internacional.

Lo instrumental tiene una inmediata «segunda» prioridad y el financiamiento no es más que la resultante de ese nuevo marco analítico y de los instrumentos que permiten operar. Precisamente por ello estas notas se concentran en los dos primeros aspectos: lo conceptual y lo instrumental. Ayudar a distinguir lo esencial de lo accesorio es así el primer paso necesario en la definición de

una agenda de discusión de formas de cooperación y solidaridad, en este caso específico, entre Europa y Latinoamérica.

EL MARCO CONCEPTUAL

El Nuevo Contexto Financiero

Los cambios habidos en los mercados financieros internacionales han recortado la capacidad y la efectividad de las políticas económicas de los Estados. Esta es una nueva realidad global que es, además, particularmente clara en el caso de los gobiernos de países en desarrollo.

Tanto la política fiscal como la política monetaria se definen hoy en márgenes marcadamente más estrechos que en los existentes desde 1930 y, aun más, desde los acuerdos de Bretton Woods. Los mercados y entes oficiales independientes de autoridades libremente electas (Bancos Centrales, Cajas de Conversión) han cobrado – convencional de quienes operan capitales líquidos – importancia decisiva para determinar la política macroeconómica.

Aun bajo condiciones de mercados que operan eficientemente, trasladar todo el poder al mercado recortando el poder de las democracias electivas significaría establecer un sistema donde la democracia funciona sólo para quienes tienen fondos disponibles. Se vota sobre la base de decisiones de asignación de fondos financieros o si se lo quiere denominar de otra manera, de fondos de portafolio.

Peor aun, bajo condiciones de mercados imperfectos, con costos de transacción importantes, con falta de transparencia en la información, con concentración en la capacidad de incidir, ni siquiera habría igualdad y, por ende, condiciones de competencia entre los que tienen fondos y participan en esos mercados. Si además se opera con horizontes de corto plazo, sensibles a los beneficios inmediatos y a las modas, no sólo se discriminaría políticamente sino también en términos de la eficiencia del funcionamiento del sistema económico como un todo. Ejemplos recientes no faltan¹.

Desde 1980 el stock de activos financieros ha crecido a tasas entre dos veces y media y tres veces más rápidas que el PIB de los países desarrollados. Las transacciones diarias en monedas, bonos y acciones superaban ya en 1992 el 1,0 trillón de dólares². Los números aun provisorios para 1995, indicarían que sólo en monedas las transacciones alcanzan 1,3 trillones de dólares. La

¹ Desde los casos individuales ligados a instrumentos derivados (Metallgesellschaft, el Condado de Orange y la Baring Brothers) hasta ataques especulativos más globales como los que doblegaron al Sistema Monetario Europeo en 1992-93 o burbujas especulativas de tipo mobiliario o inmobiliario (caso Japón) pasando por falta de transparencia y prácticas inapropiadas (Banco Daiwa), o subsidios a pésimas políticas crediticias (Banco Credit Lyonnais y Savings and Loans en USA).

² Por razones de sencillez se usará la notación americana

1 billón us\$	=	1.000 millones
1 trillón us\$	=	1 billón

relación entre transacciones en monedas y comercio internacional ha pasado a una relación de 10 a 1 en 1983, a 60 a 1 en 1992 y 67 a 1 en el estimado de 1995.

El volumen en bonos ha subido en 10 años más de 10 veces alcanzando los 2 trillones de dólares. De ellos el 25% han sido bonos de los gobiernos, es decir deuda soberana, los que por su tendencia de crecimiento alcanzarían a 35% en el año 2000. En lo que se refiere a las acciones, el FMI estima que el total de compras por extranjeros alcanza a 2,5 trillones de dólares.

Pese a lo extraordinario del proceso de crecimiento, éste no ha hecho más que comenzar. Basta advertir el bajo peso de las colocaciones de inversores institucionales de Estados Unidos en los mercados de acciones fuera de sus fronteras (alrededor del 6 a 8% del total de los activos), para entender que este proceso habrá de continuar. Se estima que el stock total de activos financieros negociados en el mercado global de capitales se ha incrementado de \$ 5 trillones en 1980 a \$ 35 trillones en 1992, con una proyección de \$ 83 trillones en el año 2000, es decir tres veces el PIB de los países de la OCDE.

Con este poder de expansión y con la toma de decisiones concentrada en un número de *operadores* y *analistas* mucho menor que el número de *poseedores* del capital, queda claro que el poder de fijar políticas nacionales habrá de continuar recortándose. Una sola política económica³ irá definiéndose como viable (*sound*) a la luz de como analizan, evalúan y operan estos mercados imperfectos.

Históricamente no es ésta la primera globalización. En parte del siglo XIX y especialmente en los 25 años anteriores a la Primera Guerra Mundial, bajo el patrón oro los flujos de capitales jugaban un rol esencial y limitaban el poder de acción de los gobiernos. La segmentación de los mercados y los controles aparecieron en 1930 y alcanzaron su pico en 1970 en los que el proceso de regulación empieza a ceder. Sin embargo, lo característico de esta nueva globalización tiene que ver por lo menos con cuatro factores:

- i) los *volúmenes brutos* de transacciones son mucho mayores,
- ii) la *velocidad* de los cambios es mucho mayor,
- iii) el *poder en los mercados ha tendido a concentrarse* en los fondos de pensión, compañías de seguros y otros inversores institucionales y
- iv) el efecto de las *innovaciones financieras* que vía la securitización han llevado a la no intermediación financiera de los bancos y las operaciones derivadas (*derivatives*). Estas casi no existían en 1980 y a fines del año anterior alcanzaban un stock de 20 trillones de dólares que al costar un décimo de lo que cuestan las operaciones al contado con los activos subyacentes amplifican enormemente el poder de los operadores frente al de los Estados.

³Los franceses la han definido como la economía de la «pensée unique».

Las *políticas de nueva generación* deben atender a esta nueva realidad y difícilmente podrán y deberán hacerlo por la vía de «desintegrar» o segmentar estos mercados crecientemente interrelacionados. Bajo ciertas condiciones, del funcionamiento libre de los mismos debería surgir una asignación de los ahorros mundiales más eficiente y por ende una mejora en el nivel y tendencia de la productividad y, en definitiva, del bienestar.

Para cumplir con condiciones de funcionamiento cercano al óptimo de estas políticas de nueva generación deberían proponerse algunos objetivos básicos no inferiores a:

- evitar que la democracia calificada de los mercados imperfectos reemplace a la democracia de los votos,
- evitar que las fallas en los mercados den lugar a reacciones muy lentas provocando luego *overshootings* costosos en términos de actividad, empleo y distribución del ingreso;
- evitar que por similares razones, de los mercados emerjan señales perversas que agraven los desequilibrios fundamentales.

Sin embargo, estos objetivos no son fáciles de alcanzar. La cooperación internacional y, más aun, la coordinación de políticas es requisito para alcanzarlos. *Sin cooperación internacional que cree, o intente crear disciplinas globales, los estados verán reducida su capacidad a la mínima expresión.* Cuanto más fallas presenten los mercados, más ineficientes serán las políticas inducidas por éstos y mayores serán las pérdidas de bienestar social.

A *escala global* la cooperación ha retrocedido respecto de los acuerdos de realineamiento cambiario del Plaza en 1985 y los del Louvre en 1987. Las recientes acciones coordinadas de Estados Unidos, Japón y Alemania destinadas a revalorizar el dólar, menos publicitadas que los dos casos anteriores, pero efectivas al menos en el corto plazo, han abierto nuevas expectativas⁴.

La limitante mayor es por cierto el grado de compromiso que las potencias deseen alcanzar cuando los objetivos internos predominan por sobre los internacionales.

En la práctica no hay decisión de coordinar políticas fiscales, hay permanentes dudas sobre las políticas de tipo de interés y sólo hay cierta disposición a intervenir en el caso de desalineamientos cambiarios extremos como los que hubo a inicios de este año entre el dólar y el yen.

A *escala de los países en desarrollo* la cooperación ha sido más bien la resultante, un sub-producto de la cooperación – básicamente del gobierno americano – con los bancos privados que participaron de la burbuja de crédito de finales de los 70, inicios de los 80. Las diferentes renegociaciones primero, la creciente participación de capitales multinacionales públicos (FMI, BID,

⁴. Parte de la efectividad tiene, a mi juicio, que ver con un dato central que es el papel de la información y la transparencia sobre el funcionamiento de los mercados. Es posible interpretar que el realineamiento del dólar y el yen y, en menor medida, del dólar y el marco, tiene más que ver con que – además de las intervenciones de los gobiernos en los mercados – se han «transparentado» por un lado, los enormes defectos del sistema financiero japonés, revelando una información que era sistemáticamente ocultada y, por el otro, una reevaluación del grado de solidez fiscal de Alemania. Subsiste un riesgo importante que es la cantidad de activos europeos y americanos comprados con créditos en yens a bajísimas tasas de interés. Cualquier alza de estas tasas podría desatar una pesada ola de ventas.

BIRF) en reemplazo de los créditos bancarios privados después y, finalmente, la securitización, no han modificado esencialmente la situación de las economías endeudadas pero sí han reducido de manera sustancial los riesgos para el sistema financiero internacional privado.

El cambio entre la década en que América Latina tuvo flujos negativos de recursos externos – década que por cierto afectó de manera extrema el crecimiento y las condiciones sociales – y los años recientes de abundancia de fondos, poco o nada tuvo que ver con los llamados planes Baker y Brady y mucho que ver con un cambio en las condiciones financieras internacionales. Los planes anteriormente dichos, sirvieron en lo esencial para reforzar la situación de los acreedores y en lo accesorio para crear una imagen diferente de los países endeudados. Este cambio de imagen y una situación de alta liquidez derivaron en un transitorio ingreso neto de fondos durante el lapso 1990-1994.

Dados estos antecedentes, la definición de políticas de nueva generación requiere un análisis de cómo funcionan los mercados internacionales en diferentes fases del ciclo financiero y cómo las economías en desarrollo se han adaptado pasivamente, viviendo entre la crisis del ajuste permanente y *booms* de corto plazo de los que se gesta, a término, el ajuste siguiente. La cooperación, para ser efectiva, debe tener un contenido diferente en cada una de esas fases del ciclo.

El Consenso de Washington que ha influido positivamente en las políticas de equilibrio fiscal, privatizaciones, desregulaciones y apertura de la economía, no es ya suficiente para crear, sin sus debidos complementos, condiciones de desarrollo sostenible ⁵.

Cooperación y ciclos en los mercados financieros

⁵ En 1989 John Williamson propuso un conjunto de diez medidas que luego se definieron como el «consenso de Washington» y que, de hecho, se convirtieron en una sugerencia «no rechazable» para los *policy makers* en América Latina. Esos diez mandamientos incluían:

- 1) disciplina fiscal: déficit de no más de 2% del GDP,
- 2) gasto público: redireccionarlo hacia educación, salud e infraestructura
- 3) impuestos: ampliar la base imponible y recortar las tasas de imposición
- 4) liberalización financiera: mantener tasas de interés positivas y eliminar créditos a tasas preferenciales
- 5) tipo de cambio: tipo de cambio único fijado a un nivel competitivo
- 6) liberalización comercial: rebaja de tarifas arancelarias
- 7) inversión extranjera: liberalización total
- 8) privatizaciones: total
- 9) desregulación: amplia
- 10) derechos de propiedad: reconocimiento amplio.

Muchos de estos puntos se fueron cumpliendo, bastante ampliamente (1,6,7,8,9,10); otros fueron cumplidos solo parcialmente y en sus partes menos adecuadas (3, solo recorte tasas, 4 solo liberación de flujos y 5 solo unificación,

En materia de flujos financieros y de cooperación financiera entre los países centrales y los países desarrollados, el análisis puede ser hecho desde dos perspectivas diferentes. Por un lado está el enfoque de la disponibilidad (*availability*) de recursos, por el otro el de requerimientos (*requirements*).

Si bien ambos análisis incluyen el mismo conjunto de variables macroeconómicas, las relaciones de causalidad son inversas. En el caso de la disponibilidad, el monto de recursos que un país es capaz de generar (vía exportaciones) o captar (vía créditos, financiamiento, inversiones extranjeras directas, ayuda, etc.) menos sus compromisos externos, determina su capacidad de importar. Esta a su vez determina la tasa de crecimiento del producto. Es éste un modelo de adaptación pasiva a los flujos financieros.

Desde la perspectiva de los requerimientos las metas establecidas de crecimiento del Producto Bruto y los compromisos externos en materia de deuda externa, menos los ingresos por exportaciones, fijan, en función de las elasticidades, los requerimientos de fondos para garantizar importaciones compatibles con la expansión propuesta del Producto Bruto. El hecho que el Producto no sea la resultante sino la variable objetivo, produce en el esquema un carácter de tipo activo.

En el primer enfoque cualquier factor exógeno que afecte la disponibilidad del flujo de capitales tiene un efecto negativo inmediato sobre la tasa de crecimiento. En el segundo, un factor exógeno similar lleva a un aumento en el costo de captación de fondos externos, o a un conflicto entre el objetivo de crecer y el de cumplir con los compromisos previos de pago de deuda externa. El aumento del costo de captación afecta el crecimiento de una manera más gradual que el conflicto entre objetivos, pero ambos frenan el proceso de expansión. Este será mayor cuanto más predominante sea el objetivo de cumplimiento con pagos de deuda respecto del de crecimiento.

Bajo condiciones de alta liquidez internacional hay una tendencia al predominio del enfoque de la disponibilidad y una clara predisposición a que la economía se ajuste «hacia arriba» con el impacto positivo derivado de una alta disponibilidad de capitales. Por el contrario, en condiciones de escasez de financiamiento internacional, predomina el enfoque de los requerimientos y aparecen los procesos de trade off entre el objetivo interno de crecimiento y las necesidades de financiamiento para cumplir con compromisos de pagos externos.

A las distintas fases del ciclo en los mercados financieros internacionales (fases de abundancia o escasez global de recursos financieros) corresponde, como se señaló, el predominio de alguno de los dos enfoques. Adicionalmente cada uno de ellos puede llevar a desajustes macroeconómicos de características específicas. *La cooperación internacional, para cumplir eficazmente su papel, debería reconocer estas diferencias cíclicas de enfoques y proponerse identificar los desajustes «tipo» propios de cada uno de ellos a fin de trabajar sobre su administración.*

sin tomar en cuenta el nivel de competitividad) y otros no se cumplieron en absoluto (2, apoyo sostenido a educación, salud e infraestructura). El resultado ha sido una aplicación «sesgada».

Los desajustes «tipo»

Las circunstancias vividas en los hoy llamados mercados emergentes desde la crisis de la deuda, han hecho que el grueso de los análisis y las consiguientes propuestas de política económica estuvieran mayoritariamente orientadas a analizar el caso de la insuficiencia de recursos. Entre 1982 y 1991, durante la llamada década perdida en América Latina, los países han tenido una baja capacidad de captar recursos externos y los *requerimientos* se convirtieron en el tema central de la política económica.

Desde que México desatara la crisis de la deuda, luego generalizada a toda la región, los países de América Latina desaparecieron de los mercados voluntarios de crédito y han transferido al mundo desarrollado una suma global del orden de entre 220 000 y 250 000 millones de dólares⁶. Sin lugar a dudas estos flujos negativos jugaron un papel condicionante central del bajo crecimiento durante la década y muestran no sólo la falta de recursos externos sino, también, el predominio del objetivo pago de deuda sobre el objetivo de crecimiento del Producto.

Simplemente a modo de repaso, en esta etapa los desajustes macroeconómicos más notables además de la desaceleración o del no crecimiento en absoluto⁷, han sido altos déficits fiscales⁸, altas tasas de inflación⁹, elevados tipos de cambio reales, baja inversión¹⁰ y represión financiera interna.

⁶ Durante 1985, tres años después de desatada la crisis, América Latina hizo una transferencia neta de recursos al exterior equivalente a 4.8% de su PIB. Ocho años después, en 1990, esta cifra era aun de 2,3% del PIB, según datos del Banco Mundial. Hay casos extremos como el de Argentina, donde estos giros de ahorro al exterior alcanzaron respectivamente a 6,6% y 5,5% de su PIB. Casos intermedios como el de Brasil donde los giros fueron 5,2% y 1,7% y casos de una más temprana recuperación como el de México que giró 5,1% en 1985 pero ya en 1990 recibió un ingreso neto del 1,2% del PIB.

⁷ La tasa de crecimiento per cápita en América Latina y el Caribe fue de:

1965- 1973	4,1%
1973-1980	2,4%
1980-1989	1,3% negativa

⁸ Déficits de los gobiernos centrales en porcentaje del PIB:

	1972	1988
Conjunto de América	(1,9)	(5,3)
México	(2,9)	(10,0)
Brasil	(0,3)	(12,2)

⁹ Tasa media de inflación en América Latina:

1976-85 promedio anual	67,5%
1989	363,3%

En este contexto, la extrema necesidad de recursos externos, cuanto más no sea para cumplir con compromisos de deuda, determinó de facto una identidad:

cooperación = flujo positivo de recursos financieros.

Bajo esas circunstancias, si bien es posible que la cooperación comprenda otros aspectos, el factor determinante es la capacidad de la misma de generar recursos adicionales. En otras palabras, en este caso, no hay cooperación real si no hay recursos.

Sin embargo, lo ocurrido en esa década no es más que una de las fases de los efectos derivados de cambios en los mercados mundiales de capitales. La otra fase es la de la abundancia de recursos, de su volatilidad, de su dudosa asignación, y de los efectos reales y financieros que ella genera. En este caso la identidad entre cooperación y flujos positivos carece de sentido, hay abundancia de recursos y la libre operatoria de los mercados predomina. La cooperación internacional tiene en consecuencia un sentido totalmente diferente y hasta inverso, ya que la existencia de recursos abundantes opera en contra de la necesidad de diseñar una cooperación diferente.

Los problemas que vivieron los países en desarrollo en 1995 fueron los problemas propios de la interrupción de una fase de abundancia de recursos¹¹, pero los cinco años precedentes han sido de alta disponibilidad de fondos. Entre 1991 y 1995 las transferencias netas de recursos hacia América Latina han sido positivas y del orden de los 80 billones de dólares¹². Estas fases de

1990	480,2%
------	--------

¹⁰ Inversión en América Latina (Inversión interna bruta, tasa de variación anual):

1965-80	8,3%
1980-88	3.2% negativa

¹¹ El Subsecretario del Tesoro de Estados Unidos Lawrence Summers ha dicho recientemente en la Asamblea del BID en Jerusalén que « de ahora en más los países de la región (Latinoamérica) deben considerar la entrada de capitales externos como una excepción y (quizás exagerando) la fuga como una regla». El movimiento de hecho comenzó aun antes de la situación de México, ya que el ingreso de capitales privados a América Latina fue en 1994 de 60 billones de dólares, frente a 75 billones en 1993. La estimación para 1995 es de solo 1,3 billones según el Instituto Internacional de Finanzas.

¹² En 1992, por primera vez en una década, los saldos netos de ahorro son favorables a América Latina en un equivalente al 1,3% del PIB con situaciones diferentes para las tres grandes economías de la región. México, con una gran entrada de capitales captando un ahorro externo de 6,5% del PIB, Argentina comenzando a recuperarse con una captación de 1,6% del PIB y Brasil desmejorando su situación precisamente con una salida del 3,4% del PIB (Estudio Económico y Social Mundial 1994, cuadro A11, pág. 341). Los flujos netos de capital hacia países en vías de desarrollo tuvieron un promedio de 130 billones de dólares entre 1990-1994, casi cuatro veces mayores que los de 1983-1989.

MEDIA ANUAL EN BILLONES DE DOLARES			
FLUJO NETO DE CAPITALES	1977 - 1982	1983-1989	1990-1994
TODOS LOS PED	30.5	8.8	104.9

abundancia cuyo curso parece retomarse en 1996, no están exentas de desajustes macroeconómicos de un tipo diferente a los antes indicados que por ser menos conocidos vale la pena explorar en detalle.

El desajuste más reciente

Disponibilidad de Recursos Financieros y la «Mexican Disease»

Dos veces, en poco más de una década, en 1982 y 1994, México no pudo obtener suficiente crédito «voluntario» para financiar o refinanciar sus deudas. Esto significa que dos veces dentro de un corto período, el país estuvo técnicamente en *default*. Mientras que la primera vez, en 1982, el *default* fue «abierto», esta vez ha sido «disfrazado» . Sin embargo, esto no cambia el hecho esencial que no hay suficientes reservas¹³ o suficiente crédito voluntario, y por ello decidió un forzado «paquete de rescate»¹⁴ . Esta vez, la rápida reacción de los prestamistas permitió a México evitar una pública cesación de pagos, eludiendo en consecuencia el efecto «dominó» y permitiendo así controlar también los efectos sobre otras economías y, en particular, en los que desde 1990 se han denominado mercados emergentes.

¿Cómo pudo México pasar dos veces por esta situación? La respuesta a esta pregunta debe atender tanto a los síntomas de la enfermedad como a las causas que han llevado a ellas. En lo que se refiere a los síntomas es importante destacar:

Un retraso en el precio de las divisas extranjeras *vis-a-vis* los precios internos y la distorsión en los precios relativos internos de la economía con una elevación de los precios de bienes no comerciables internacionalmente a una tasa mayor que la de los precios de los bienes comerciables internacionalmente¹⁵ .

AMERICA LATINA	26.3	-16.6	40.1
----------------	------	-------	------

¹³ Las reservas de México caeron fuertemente durante 1994. En febrero eran de 29 billones de dólares. En diciembre de sólo 7 billones y al momento de decidirse el realiniamiento cambiario (20 de diciembre 1994), alcanzaba a sólo 3,5 billones. El déficit en cuenta corriente que acumuló es presidente Salinas, alcanzó a 8% del PIB (\$25, billones de dólares en 1994). En estas circunstancias el presidente entrante, Zedillo, al firmar «la hora de la verdad ha llegado» se rindió al veredicto de los mercados.

¹⁴ El paquete de rescate a México, el más grande que se haya conocido para un país individual, alcanza a 52,8 billones de dólares de los cuales 20 billones son del gobierno de Estados Unidos; 17,8 billones del FMI; 10 billones de dólares del Banco de Basilea; 1 billón de América Latina; 1 billón de Canadá y 3 billones de dólares de la banca privada. Sólo el FMI y los Estados Unidos están desembolsando la totalidad de lo prometido. En el caso de la banca privada se descarta que no hará el aporte comprometido. El Tesoro americano en un comunicado del 18 de enero del 95, señaló que este paquete «es un acontecimiento único y no constituye un precedente».

¹⁵ Hacia 1993 el precio de los productos mexicanos había subido un 45% respecto de los precios de los Estados Unidos (R. Dornbusch, enero 1995 en *Cronista Comercial*, Buenos Aires).

Una permanente oferta de moneda extranjera en el mercado interno de capitales que provisionalmente mantiene el sistema cambiario con oferta excedente a pesar de una alta demanda neta en el área del comercio de bienes por efecto de importaciones crecientes a tasas muy superiores a las de las exportaciones.

Esta «enfermedad mexicana» tiene algunos puntos de contacto con la tradicional «enfermedad holandesa» (*dutch disease*), ya que es el resultado de un exceso de oferta de moneda extranjera en los mercados cambiarios, de una revaluación de la moneda nacional y, como consecuencia de ello, de un cambio en los precios relativos internos. La diferencia entre ambos es, sin embargo, sustancial. El caso holandés puede, en su origen, ser considerado *exógeno* a la política económica y mas bien debido a una combinación «permanente» o al menos durable de sucesos naturales y tecnológicos¹⁶. Por contraste, el caso mexicano es *endógeno*, precisamente como resultado de una deliberada política económica elegida y que, a mi juicio, es incapaz de reconocer el carácter «transitorio», más aun de corto plazo, de parte importante de los flujos financieros.

En síntesis, el factor externo, la alta liquidez internacional, combinado con permanentes requerimientos políticos de generar soluciones inmediatas, tienden a definir un modelo económico extremadamente inestable y dependiente del capital especulativo. Un cambio en el factor externo, la menor *disponibilidad* causa el fracaso del modelo. En los años 80, el resultado fue generar una alta deuda externa. En los 90, el resultado tiene la apariencia de ir creando un problema similar¹⁷ algo relativizado por el proceso de *debt-equity swap* utilizado en los programas de privatización de activos públicos¹⁸.

A pesar de existir muchas similitudes entre las crisis de los años 80 y las dificultades a inicios de los 90 hay también algunas diferencias. La apertura de la economía y las virtudes de introducir grados mayores de competencia está mejor enraizada en las sociedades. Similarmente, el concepto de equilibrio fiscal ha llegado a ser ampliamente reconocido. Hoy, los ciudadanos han hecho de la estabilización una prioridad.

Además, la privatización y desregulación han producido mejoras en los niveles de eficiencia aunque la transferencia que debía darse por la vía baja de precios en los servicios, sobre la totalidad del sistema sea lenta o no exista. La pregunta que uno puede formularse es si ¿son estas

¹⁶ La disponibilidad de un nuevo recurso (gas y petróleo), operó en este caso tradicional, luego repetido en Venezuela, Nigeria, Indonesia, etc., determinando un tipo de cambio de equilibrio inferior y, por ende, una fuerte presión sobre ciertos sectores productores cuya productividad relativa respecto del resto del mundo era, comparativamente, inferior.

¹⁷ Una vez más se corre el riesgo de reabrir la discusión sobre si estas situaciones son de liquidez o de solvencia. Después de negar durante largos años el aspecto de la solvencia, en un reciente artículo (*Managing International Debt*, febrero 1995), William Cline reconoce que los pronósticos acerca de que la crisis estaría terminada en 1987 resultaron errados, que había problemas fiscales ligados al pago de la deuda, que siguiendo a Krugman había una curva de Laffer aplicable a los pagos de la deuda y que en 1994 todavía se estaban instrumentado programas dentro del esquema Brady. Al mismo tiempo reconoce que todos creen, que el problema es diferente y es sólo de liquidez.

¹⁸ Puede ser útil recordar que en 1982, el total de la deuda externa de los países en desarrollo era de alrededor de 700 billones de dólares mientras que la última estimación para 1994 era de 1.9 trillones de dólares. La última cifra toma además en cuenta la transferencia neta de capital (amortizaciones) entre 1983 y 1990, la reducción de la deuda pública y privada (Plan Brady), y el régimen de capitalización de la deuda externa (*debt-equity swaps*), que comenzó en 1987 y ha llegado a ser más importante desde 1990.

diferencias suficientes para mantener estos modelos basados en capitales de corto plazo y en el retroceso del tipo de cambio? Desde mi punto de vista estas diferencias no alcanzan para afirmar que ahora, a diferencia de los años 80, estos modelos sean sostenibles. Desequilibrios en la cuenta corriente externa en una proporción de más del 2,5% a 3,0% del PIB no son sostenibles¹⁹.

Hablar de una «*mexican disease*» no significa por cierto señalar a México como el único país que aceptó estas políticas. Puede incluso no ser el mejor ejemplo. En realidad, en los años 80, Chile y Argentina cumplen el paradigma más estrechamente. Pero México fue el primero en fracasar en los 80 y en los 90, México fue sobre todo el «mejor ejemplo» entre los mercados emergentes y fue, otra vez, la primera evidencia de *non sequitur* entre esta clase de política y el crecimiento «sostenido» sin inflación²⁰.

Cooperación en un enfoque flexible

Consideraciones globales

En los análisis convencionales se suelen enfatizar los efectos negativos que sobre el crecimiento tienen los períodos de baja liquidez internacional. Los efectos no sólo son importantes por la magnitud del ahorro interno que absorben y por las restricciones que imponen al crecimiento sino que son, además, de impacto inmediato. Por el contrario, hay menos conciencia sobre los efectos potencialmente negativos de los períodos de alta liquidez internacional por los desajustes estructurales que suelen generar. La menor visualización de estos potenciales problemas tiene que ver con que los efectos estructurales requieren más tiempo para ser apreciados y porque en definitiva, los impactos son diferidos en el tiempo.

¹⁹ El problema no es el déficit, sino su magnitud. De hecho, un país en vías de desarrollo probablemente tiene mayor tasa de retorno sobre las inversiones fijas y, como tal, mayor poder de atracción de capitales. El problema es la naturaleza volátil del capital disponible durante los períodos de alta liquidez y por tanto la relación «riesgo de volatilidad ÷ magnitud de la dependencia de ahorro externo».

²⁰ El «uso» diferente del shock de financiamiento externo resulta central para diferenciar la calidad de las políticas económicas:

USO DE LOS INGRESOS DE CAPITAL RESPECTO DEL PERÍODO PREVIO AL AUMENTO DE DISPONIBILIDAD		
USO DE ABSORCION DOMESTICA (EN%)		
PAIS	CONSUMO	INVERSION
MEXICO	69	31
ARGENTINA	73	27
CHILE	21	79
MALASIA	13	87
BOLIVIA	20	80

El caso de México y, en menor medida el de Argentina, acaban de mostrar con claridad que más allá de tres o cuatro años de auge (1990-1994) se ocultan desajustes estructurales con repercusiones negativas sobre el crecimiento de los próximos años²¹.

El análisis anterior tiende a mostrar que tanto las etapas de insuficiencia de flujos financieros como la etapa de alta liquidez y disponibilidad de recursos pueden dar lugar a efectos negativos, de corto o medio plazo según el caso, lo cual conduce, a que la cooperación en su diseño debe tener una *visión global* de las diferentes necesidades según la fase del ciclo y un *diseño flexible* como para amoldarse a los diferentes propósitos que debe satisfacer.

La idea básica es que – aceptado que la cooperación debe asumir formas instrumentales macro diferentes en cada fase – el criterio de la *availability* entendido como un mecanismo que aumente la disponibilidad de recursos y flexibilice las restricciones financieras, reemplace al criterio de los *requirements*. Este último, en los *momentos de escasez de recursos* se limita a administrar, vía el activismo interno, la restricción entre el financiamiento al crecimiento y el cumplimiento de pagos externos.

El principio sería reemplazar el activismo interno del esquema de *requirements* donde normalmente la variable crecimiento pasa a un segundo plano frente a la necesidad de pagos de deuda externa, por un activismo externo destinado a mejorar la disponibilidad de recursos por medio de la cooperación internacional o sea, relajar algunas de las restricciones al crecimiento. Contrario sensu, en *épocas de alta liquidez* el criterio de *requirements* debería reemplazar al criterio de *availability*. En este caso la idea es que la fijación activa de metas de crecimiento *sustentables* en el tiempo debe primar sobre un *boom* transitorio derivado del ingreso irrestricto, desordenado y volátil de capitales, evitándose la acumulación de déficits de balance comercial y de cuenta corriente ligados a la sobrevaluación de las monedas nacionales y a la distorsión de los precios relativos de la economía. Efectos estos últimos con impactos negativos en términos de asignación de recursos y, por ende, en las tasas de crecimiento a medio plazo. Los gráficos adjuntos (Cuadro A), muestran el cambio que es posible derivar de un esquema global y flexible de cooperación. Los restantes gráficos (Cuadro B), muestran las diferentes variables en cada fase del ciclo, partiendo de la situación de alta liquidez internacional.

*Consideraciones de Política*²²

Sobre esta base hay ciertos aspectos de *policy* que conviene tomar en cuenta para instrumentar una cooperación comprensiva de las diferentes fases de la liquidez internacional. Por supuesto en

²¹ En los pronósticos de crecimiento para el quinquenio 1995/1999, Argentina ha reducido su tasa esperada promedio anual del crecimiento del 5,25% al 4,66%. Aun esta cifra es sobre-estimación ya que 1995 presenta una caída absoluta del PIB (-4,4%) y que 1996 es pronosticado, con optimismo, en un 3% . En el caso de México, la situación es mucho más extrema, con una caída, en 1995, en términos absolutos, del Producto Bruto.

²² Muchas de estas recomendaciones escritas en mayo de 1995 han ido – por la vía de razonamientos en paralelo y del desarrollo de un nuevo consenso post crisis mexicana – siendo aceptadas por el FMI y otras instituciones.

todos los casos la responsabilidad es compartida entre países desarrollados y países en desarrollo si bien en algunos puntos una cuota de iniciativa mayor corresponde a alguna de ambas categorías. Creo conveniente señalar como necesario:

i) *Mejorar los sistemas de información internacional y, además, crear un enfoque cíclico de la información que es relevante.* En los momentos de alta liquidez la mejora debe centrarse en detectar y evitar el deterioro de la evaluación macro y micro del riesgo. Hoy se evalúa de manera incorrecta el riesgo del país, minimizando, o descubriendo con desfases (*lags*) demasiado largos, la aparición de fuertes déficits en las balanzas comerciales²³. Igualmente se evalúa incorrectamente la capacidad de repago micro como si las condiciones de alta actividad económica derivada de una sobredosis crediticia, fueran sostenibles. En lo micro se viabilizan así créditos no justificables y se reduce – a término – la solidez del sistema financiero con sus posteriores efectos macro cuando llega el momento del rescate de entidades financieras. A su vez, en los momentos de baja liquidez se insiste en tratar como problemas de liquidez lo que en realidad constituyen verdaderos problemas de solvencia. Esto lleva a fijar condiciones de repago de la deuda no sostenibles en el tiempo. Aun después de cuatro años de alta liquidez y relativa bonanza económica el Banco Mundial y el FMI han comprendido que deben prestar más atención a las políticas sociales dado los fuertes desequilibrios que fue generando la deuda contraída antes de 1982 y la consiguiente caída en el crecimiento. Confundir liquidez con solvencia lleva a generar presiones insostenibles sobre las economías en desarrollo²⁴. En lo micro, en esta fase, debe dirigirse la mirada hacia la concentración de capital empresario producido por simple efecto de diferencias de acceso al financiamiento, sin que existan justificaciones de orden tecnológico, management, escalas, etc. para dicho diferencial;

ii) Colaborar con los mercados financieros en mejorar *la identificación de unidades económicas*, sean éstos países o grupos de países ligados por acuerdos regionales relevantes. El actual proceso por el cual se opera regionalmente aun cuando la regionalización carezca de racionalidad económica (Latinoamérica, Sudeste Asiático, África) no ayuda a separar y evaluar el riesgo adecuadamente. En consecuencia en épocas de alta liquidez se invierte en países sin políticas económicas consistentes y compatibles con la globalización y en época de baja liquidez se penaliza a países o grupos de países que han llevado adelante procesos de transformación, modernización y liberalización;

²³ Debe ser leído de manera totalmente diferente, por ejemplo, el déficit en cuenta corriente de Australia, de 6% del PIB, dirigido hacia el consumo y financiado con capitales de corto plazo que el déficit de 6% de Malasia o Tailandia que están atrayendo fuertes dosis de inversiones directas y que además tienen un ahorro interno alto. No sólo la forma de evaluar debe cambiar sino también la creencia sobre la capacidad del mercado para detectar rápidamente estas diferencias. Vale entonces la reciente manifestación del Subsecretario de Asuntos Internacionales del Tesoro de Estados Unidos, Lawrence Summers, en el sentido que «el mercado no resuelve todo».

²⁴ La reciente preocupación del FMI y del Banco mundial y los problemas sociales, desde ya bienvenida, no deja de ser una tardía respuesta a los errores en el tratamiento de la crisis de la deuda de 1982 en que se insistió en considerar como problemas de liquidez lo que en realidad eran problemas de solvencia y por ende se sostuvieron y apoyaron políticas económicas que en algunos de sus componentes impulsaron un proceso de deterioro de las condiciones sociales.

iii) *Hay que hacer de la inversión extranjera directa el principal canal* de flujo de fondos hacia los países en desarrollo. En momentos de alta liquidez ello asegura que un súbito cambio de situación internacional no produzca salidas repentinas de fondos desequilibrando los esquemas macro y alterando las condiciones micro en las economías en desarrollo. En los momentos de baja liquidez la inversión directa ligada a proyectos que atienden a la dotación de factores naturales o adquiridos y a las ventajas comparativas que pueden desarrollarse dinámicamente juega en favor del crecimiento y al mismo tiempo ayuda al proceso de globalización y expansión del comercio respetando, por supuesto, la racionalidad de la rentabilidad privada de los proyectos. Esta es por supuesto una tarea conjunta donde el mundo en desarrollo tiene la responsabilidad de crear las condiciones internas por medio de desregulaciones, privatizaciones, trato igualitario al capital, libre repatriación y giro de utilidades, y garantías al inversor²⁵. Al mundo desarrollado corresponde facilitar arreglos fiscales evitando doble imposición tributaria y/o no captando una parte demasiado grande de la imposición cuanto ésta sea repartida por efecto de acuerdos tributarios. Le corresponde asimismo contribuir analítica y efectivamente a diferenciar positivamente este tipo de inversiones de los meros movimientos de portafolio. La herramienta tributaria es esencial a estos fines;

iv) *Hacer de la expansión del comercio de bienes y servicios un elemento central* de análisis y juicio de cada medida propuesta. Aquellas medidas que tienden globalmente a satisfacer requerimientos financieros sobre la base de ajustes recesivos y contrarios a la expansión sustentable del comercio deben ser juzgadas adversamente. El papel de la Organización Mundial de Comercio debe crecer y lograr que otras instituciones internacionales (FMI y Banco Mundial) incorporen en el diseño de sus criterios de política el elemento expansión del comercio. La apertura no es útil si es generadora de desequilibrios comerciales permanentes. La apertura comercial debe conducir a crear condiciones de expansión equilibrada en el mediano plazo de importaciones y exportaciones de bienes y servicios;

v) *Atender en la evaluación al «destino» de la inversión distinguiendo entre bienes transables y no transables*. Altas concentraciones de inversión en áreas de bienes no transables auguran en épocas de baja liquidez falta de capacidad de respuesta macro (países) y micro (empresas) en términos de generación de divisas²⁶;

vi) *Asegurar el avance y la racionalidad de la reforma del Estado* impulsando los procesos de privatizaciones y concesiones de largo plazo con inversión extranjera directa pero atendiendo a que las privatizaciones, por tener subsidios implícitos o explícitos, no desplazan la inversión en el área de bienes comerciables internacionalmente. Igualmente, que no generen monopolios

²⁵ Las políticas erradas de muchos países en desarrollo de discriminar entre capitales locales y capitales internacionales ayudaron a profundizar los efectos negativos de las políticas de ajuste sostenidas desde las organizaciones multinacionales de crédito y por extensión por la comunidad financiera internacional.

²⁶ Argentina es un ejemplo (1991-1994) de crecimiento del PIB extremadamente sesgado hacia el sector de bienes no comerciables internacionalmente.

desregulados con capacidad de alterar los precios relativos y afectar la competitividad sistémica lo cual a corto o mediano plazo conduce a producir déficits durables en el balance comercial;

vii) *Asegurar procesos de transformación en los sistemas financieros* a fin de disminuir el peso de entidades públicas, reducir la segmentación del mercado, mejorar la capitalización y bajar los altos costos operativos. Estos procesos de reforma estructural son más fácilmente ejecutables en momentos de alta liquidez. La falta de control y de reformas en los momentos de alta liquidez da lugar a que subsistan y aun se expandan entidades estructuralmente no eficientes. La alta disponibilidad de recursos existentes y el carácter de intermediarios o canalizadores que las entidades del sistema tienen aseguran la vigencia de entidades que no resisten los momentos de baja liquidez. En la etapa de reversión de los flujos y del inicio de escasez de fondos estas entidades sobre-dimensionadas suelen hacer frente a fuertes retiros de depósitos, incobrabilidad alta de sus carteras y terminan afectando tanto la parte más sólida del sistema como al gasto público dado que los Estados directamente o vía sus bancos centrales, terminan haciéndose cargo del pago de los depósitos a los ahorradores;

viii) Dos recomendaciones son esencialmente aplicables a los casos de fuerte escasez de recursos:

La primera, relativa a la inconveniencia de que los Estados directa o indirectamente ofrezcan seguros de cambio u otros sistemas por los cuales se terminan socializando las pérdidas de grandes conglomerados empresariales y, muy particularmente, los que operan en el sector financiero²⁷. La segunda, lo contraproducente de forzar al extremo repagos netos de las obligaciones del sector público. Ellas tienen alto impacto sobre el presupuesto y fuerte responsabilidad en la generación de déficit y en definitiva de la alta inflación, tipos de cambios subvaluados y fuga de capitales;

ix) Dos recomendaciones, por otra parte, están ligadas específicamente al caso de los momentos de alta liquidez.

La primera se refiere a la adopción de un marco analítico macro que considere qué déficits de cuenta corriente mayores a 2,5 ó 3% del Producto Interno Bruto, *permanentes* y *crecientes*, no son aceptables. Si ello ocurriera los países deben adoptar las modificaciones de políticas macro necesarias para atender esos desajustes externos²⁸. La segunda, ligada a la anterior, es la aceptación del criterio que es necesario diferenciar la calidad de los flujos de capital y especialmente aceptar la imposición de desincentivos no burocráticos al ingreso de capitales especulativos de corto plazo. Mecanismos no burocráticos que operan por el lado de aumentar la

²⁷ México lleva gastados más de 12 billones de dólares en sostener su sistema bancario. Esto representa el doble del valor del capital de las 34 entidades asistidas las cuales por su parte fueron pasadas del sector público al privado hace solo algunos años.

²⁸ Algo se ha avanzado desde que traté este tema en la primera reunión en Lisboa. En efecto, el 23 de setiembre de 1995, el Subdirector Gerente del FMI, Stanley Fischer, sostuvo que el 3% de déficit en cuenta corriente es el límite adecuado. Algo similar ha sostenido Cline. Summers por su parte sostuvo un límite del 5%.

incertidumbre sobre el retorno de las colocaciones de corto plazo juegan en favor de menores flujos especulativos y por ende, un menor desarrollo de burbujas de crédito altamente volátiles. Chile, Colombia, Malasia y Brasil son ejemplos válidos²⁹.

Quedan por último algunas recomendaciones de carácter general, válidas bajo cualquiera de los dos escenarios analizados y tienen que ver con los factores que operan sobre la variable decisoria central en términos de influir sobre los flujos de recursos hacia los países en desarrollo. Esta variable es, sin duda, el *diferencial de rendimiento, tasas internas de retorno o la tasa de interés*, respecto a la obtenible en los mercados de los países desarrollados. Por supuesto se trata de diferenciales expresados en monedas de reserva. *Cualquier intervención que altere de manera artificial estos diferenciales*, es decir, que no respondan al efectivo rendimiento de los factores, debiera ser identificada y penalizada en el contexto de políticas de cooperación. Algunos de los factores que usualmente han influenciado en los diferenciales elevándolos artificialmente son:

- déficits fiscales, nacionales o de los gobiernos locales, que se financien permanentemente en los mercados monetarios internos expandiendo la demanda de crédito y produciendo un *crowding out*³⁰;
- políticas macro definidas en torno al uso de regímenes cambiarios que actúan como «ancla» del proceso inflacionario, que tienden a una sobrevaluación continua, y que combinadas con tasas de interés acorde a los niveles inflacionarios locales, usualmente altas respecto de los patrones internacionales, aseguran grandes rendimientos en monedas de reserva;
- sistemas financieros con garantía amplia del Estado, no competitivos y fuertemente segmentados no por especialización sino por niveles de riesgo crediticio de las entidades financieras³¹;
- economías muy cerradas al comercio con alta protección arancelaria impulsan la suba de precios y al ampliar la brecha entre costos y precios (casos de protección efectiva positiva) generan altas utilidades³²;

²⁹ El informe anual del Banco Mundial 1995, así como el Vicepresidente del Banco Mundial Sharid Javed Burki, miembros de la institución como Sebastian Edwards o académicos como Jeffrey Frankel (Universidad de California), han sostenido la importancia de efectuar algún tipo de control a los movimientos de capitales de corto plazo al mismo tiempo que han asignado un poder mayor que el aceptado hasta ahora a las políticas de esterilización monetaria por su efecto en modificar expectativas. En todo caso si la esterilización es imposible o incompleta será necesario recurrir a la restricción fiscal.

³⁰ Trabajos recientes del FMI han demostrado, siguiendo la línea de trabajos anteriores de R. Barro (1992) o Ford y Laxton (1995), el efecto de la deuda pública sobre el crecimiento de las tasas de interés, tanto a nivel nacional como a nivel de tasas globales de interés real. Al mismo tiempo han establecido la relación entre las tasas reales de interés locales y las tasas reales globales.

³¹ El papel de entidades financieras públicas, dependiente de gobiernos estatales es particularmente negativo en cuanto a crear tasas de interés diferenciales con garantía directa o indirecta de los estados. De allí la importancia de la privatización de estas entidades o, más aun, su posterior fusión en entidades más grandes.

³² La suba de la tasa de retorno en la economía real ha sido asimismo identificada como un factor importante en la suba de las tasas reales de interés (FMI, Helbling y Wescott, World Economic and Financial Surveys, 1994)

- empresas públicas deficitarias o monopólicas que de hecho actúan como si no tuvieran restricción presupuestaria y desplazan hacia arriba la demanda de crédito y
- privatizaciones con grandes subsidios explícitos o implícitos y operando en condiciones no competitivas y de débil regulación estatal.

Por cierto la lista no necesariamente agota los factores que aumentan el diferencial pero son elementos suficientemente contundentes como para ser tomados en cuenta. Cualquiera de ellos en épocas de baja liquidez atraen capitales a costos tan elevados que terminan afectando el nivel de endeudamiento externo, aumentando la rigidez de los presupuestos fiscales y, por ende, condicionan a mediano plazo el proceso de crecimiento y de distribución del ingreso. Este último aspecto está esencialmente dependiendo del hecho que el grueso de estos factores que elevan el diferencial tienen, por razones legales o de información, un carácter discriminatorio y excluyen la posibilidad que sea aprovechado por parte del grueso de la población.

Por otro lado, en épocas de alta liquidez, estos diferenciales tienen efectos negativos inmediatos porque se acelera la entrada de capitales especulativos sobrevalorando la moneda nacional. Si bien la propia entrada tiende a reducir los diferenciales éstos continúan siendo lo suficientemente altos como para jugar el papel de atractores en condiciones de garantía o «anclaje» cambiario. En todo caso las fases de alta liquidez nunca duran tanto como para hacer desaparecer los diferenciales o éstos desaparecen cuando ya se han generado desequilibrios macro y se entra en la fase de crisis del modelo.

Desde el punto de vista sostenido en este análisis sólo una vez que se han tomado en cuenta estas recomendaciones tiene sentido avanzar en algunos de los esquemas de «red de seguridad» internacional que empezaron a ser discutidos en la reunión del G7 de Halifax (Canadá), en junio de 1995. La cooperación financiera internacional no registra éxitos importantes luego de los acuerdos del Plaza y del Louvre en los años 80³³.

³³ Quizás recientemente se ha avanzado algo no sólo por el realineamiento del yen y el dólar sino por el anuncio de la Reserva Federal de los Estados Unidos que apoyaría cualquier necesidad de financiamiento por parte de Japón como consecuencia de la crisis financiera en ese país. Las pérdidas en el sistema bancario japonés se estiman entre 400 y 800 billones de dólares. A diferencia de las intervenciones *ex post* de 1987 ante la baja de valores bursátiles, en esta oportunidad se hace un anuncio *ex ante* tratando de despejar cualquier duda sobre la solidez del sistema financiero internacional.

Sobre la mesa de propuestas hay un menú de opciones que incluyen:

- asignaciones de derechos especiales de giro por montos de hasta 55 billones dólares de los cuales la mitad integraría un fondo de intervención contingente para los casos como los de México. Esta idea sostenida por el director gerente del FMI Camdessus, no ha contado con el apoyo de Estados Unidos, Gran Bretaña y Alemania.
- duplicaciones de las cuotas o sea del capital del FMI que alcanza hoy a 220 billones de dólares (145 bn de DEG);
- autorizar al FMI a solicitar fondos en los mercados de capitales por hasta 50 billones de dólares. La propuesta de Lamberto Dini de Italia encuentra oposición por cuanto presupondría la posibilidad de ofrecer las reservas en oro del FMI como colateral.
- expandir los márgenes de crédito (GAB) dentro del FMI (al costo vigente en los mercados) por un total de 25 billones de dólares, respaldado por los 10 países más ricos, y 2 billones de dólares aportados por Arabia Saudita. Esta medida cuenta con la oposición de países como Brasil y Australia que consideran que ello crearía una «aristocracia» de países que disminuiría la capacidad de influir de los que estuvieran excluidos, cambiando aun más el balance de poder en el FMI. En estos casos se respalda la idea de emitir nuevos DEG. También el Institute of International Finance, que refleja opiniones de los bancos privados, se opone a esta ampliación crediticia del FMI, desde una óptica por cierto diferente.

Si las propuestas de cooperación hoy existentes no le dan a la cooperación un sentido informativo y analítico del tipo del antes analizado, enfrentan dos problemas. Por un lado el *moral hazard* de países que sabiendo de la existencia de redes de seguridad actúen irresponsablemente. Por otro, que aun en el mejor de los casos no habría capacidad para atender más de dos hechos del tipo México, siendo que hay varios países con situaciones similares a la de este país precisamente por haberse seguido recomendaciones de políticas similares en medio de una fase de alta liquidez internacional³⁴. En un mercado global donde en pocos años las operaciones financieras han pasado de 300 billones de dólares diarios a 1 trillón diario, la sensibilidad de los mercados pasaría por encima de cualquier red de seguridad del tipo de las propuestas. La combinación de una cooperación internacional en el sentido profundo antes discutido y mecanismos puntuales de reforzamiento del crédito como los que se están considerando, serviría para contar con apoyos transitorios que generen tiempo para atender las *causas* llevando adelante las reformas requeridas.

Está claro también que la cooperación se torna más viable en un contexto en el cual la tasa mundial de ahorro, hoy ubicada en torno al 23%, pueda recuperar niveles como los de los años 70 e inicios de los 80 donde se alcanzaban tasas del 25%. Este problema de ahorro está fuertemente ligado a una pérdida de más de 3% (respecto del PIB) del ahorro en los países desarrollados y a los altos déficits públicos de buena parte de estos países.

LA COOPERACIÓN EN SU ASPECTO MICRO-INSTRUMENTAL

Lo analizado en el punto anterior tiende esencialmente a identificar los efectos negativos de políticas económicas inadecuadas debido a la insuficiencia analítica, por operarse en horizontes temporales muy reducidos, y por incapacidad de registrar y evaluar en tiempo real los efectos derivados de los cambios en los niveles de liquidez internacional. La cooperación para entender estas realidades debe llevar a una reducción de los riesgos sistémicos a escala global y regional.

Hay otro amplio campo de cooperación que es el que tiene que ver con la evaluación *micro* del riesgo y con la definición de instrumentos de acción que expandan sustentablemente las posibilidades de negocios de orden financiero, en los campos bancarios, de seguros y en los mercados de capitales. *En este caso, con independencia de los efectos sistémicos, hay elementos instrumentales sobre los cuales acordar criterios, transferir know how, hacerlos operacionales y aumentar la transparencia financiera internacional. Especialmente en momentos de profundas modificaciones normativas, cuando las normativas nacionales son cada vez más insuficientes y*

³⁴ El FMI dispone de una liquidez de 70 billones de dólares y se estima que dados los compromisos asumidos, tendrá escasez de recursos hacia fines de 1997.

cuando un nuevo cuerpo de normas a ser aplicable más allá de las fronteras nacionales está en plena elaboración.

Varias son las cuestiones que están planteadas que de hecho definen una agenda sobre la cual se puede y se debe cooperar: la estructura institucional y los órganos de supervisión, los parámetros de la supervisión, los criterios frente a situaciones de crisis, los conglomerados financieros, el grado de información y transparencia pública, la instrumentación del GATS.

Estructura institucional y órganos de supervisión

La experiencia internacional es sumamente variada y en todo caso está en proceso de mutación. Muchos de los *esquemas de organización institucional* responden aun al período de alta regulación donde seguros, banca y mercados de capitales funcionaban con fuerte grado de separación. Más aun, son numerosos los casos en que hay jurisdicción nacional superpuesta con jurisdicciones de orden estadual o provincial³⁵.

Estas barreras han ido cayendo, las diferencias en lo esencial de estos negocios han ido desapareciendo y corresponde por tanto la definición de nuevos esquemas de supervisión. Los criterios de supervisión única o de supervisión coordinada deben avanzar sobre el simple intercambio de información o las inspecciones conjuntas que suelen ser usadas.

³⁵ Ejemplo de ello son los Estados Unidos:

ORGANOS DE FISCALIZACION BANCARIA EN LOS ESTADOS UNIDOS	
TIPO DE INSTITUCION	FISCALIZADOR
HOLDING BANCARIO	FEDERAL RESERVE (FR)
EMPRESAS CONTROLADAS POR HOLDINGS BANCARIOS	SECURITIES EXCHANGE COMISSION (SEC), FR
BANCOS NACIONALES (actuación nacional)	OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY (OCC)
BANCOS ESTATALES (actuación regional)	FEDERAL RESERVE (FR) O FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (FDIC)
BANCOS COOPERATIVOS	FR /FDIC
COMPAÑIAS ESPECIALIZADAS EN FINANCIACION DE PLANES DE VIVIENDA	OFFICE OF THRIFT SUPERVISION OTS)
BANCOS EXTRANJEROS	OCC /FR /FDIC

La fragmentación de la supervisión aumenta los riesgos por falta de globalidad y, por ende, de transparencia en la información, encarece las operaciones y en muchos casos limita la creatividad y la expansión de servicios y mercados.

Los temas de unificación de supervisión o al menos de fijación clara del primer responsable (concepto de «primer regulador»), la relación Estados nacionales/reguladores locales, la inclusión de operaciones *off-balance sheet*, la capacidad de inspecciones *in situ*, el papel y responsabilidad de las auditoras externas, la responsabilidad de los directores, la posibilidad de inducir procesos de venta o de reemplazo del *management*, la calidad de los accionistas, la responsabilidad o no de los conglomerados cuya supervisión está hoy limitada en muchos países sólo a las entidades reguladas, son áreas institucionales de cooperación.

El principio de la unificación y consolidación tanto de estados económico-financieros como de instituciones reguladoras, parece ser el camino más adecuado dada la similitud esencial de las actividades de cada rama del sub-sector financiero y la desregulación normativa. Las auditorías y la evaluación de *performance* pasada de las auditorías externas y de las calificadoras de riesgo, parece ser otra norma esencial cuando el papel de ambas han ido creciendo y muchos países han, de hecho, «privatizado» si no todo, una parte sustancial de los controles.

Los parámetros de supervisión

Si en materia institucional es aun posible mantener esquemas institucionales diferenciados en los diversos países para adecuarse a las realidades nacionales, el margen de diferenciación en cuanto a los parámetros cuantitativos y cualitativos con que la supervisión se lleva a cabo se estrecha, y seguirá estrechándose, de manera superlativa.

Uno de los parámetros de mayor relevancia es el relativo a los *capitales mínimos requeridos* y al tipo de operaciones consideradas³⁶. Hasta ahora los criterios predominantes han sido los del Acuerdo de Basilea de 1988. Hay sin embargo en curso un proceso de modificación sustancial cuya operatividad se espera esté vigente a partir de fines de 1997. Incluye tanto nuevos principios como la discusión sobre la convergencia entre este régimen internacional y el régimen vigente en la Unión Europea.

El acuerdo de Basilea fija los requerimientos de capital como porcentaje (8%) de la exposición al riesgo crediticio de un banco tanto para las operaciones de crédito como para las operaciones *off-balance* de los contratos derivados, previa su conversión a un equivalente de crédito. Estos

³⁶ Los cambios habidos en el negocio bancario donde las actividades han ido pasando de la tradicional operación de crédito a las actividades en los mercados de derivados y donde los ingresos bancarios por operaciones tradicionales han caído de 70% en 1987 a menos de 50% en 1994 exigen estos cambios. A fines de 1992 los derivados sobre tasa de interés que estaban fuera de los balances superaban dos veces los activos que figuraban en los balances.

criterios se concentraban en el concepto de «riesgo de crédito» ignorando los «riesgos de mercado» que son más adecuados a la nueva actividad financiera.

Las debilidades de este esquema han dado lugar tanto a un nuevo proyecto del Comité de Supervisión de Bancos de Basilea (abril 1993) como a una nueva directiva (*Capital Adequacy Directive*) de la Unión Europea que tiene implementación desde enero de 1996.

En ambos casos se separan las actividades estrictamente bancarias, cuyos requisitos de capital siguen establecidos como en 1988, de las actividades de *trading* que tomarán en cuenta los riesgos de mercado según el «tipo» de producto financiero de que se trate (acciones, tasas de interés, tipos de cambio). Cada tipo de producto tendrá sus propios requisitos y la suma de ellos (*building block approach*) fijará el requerimiento total.

La aplicabilidad de estos nuevos criterios (Basilea y Unión Europea), está aun en discusión por críticas diversas tales como la inadecuación a un contexto de estrategias dinámicas de *trading* (cambio permanente de portafolios en función de determinados objetivos de exposición al riesgo), a bancos pequeños o de países en desarrollo de menor sofisticación, por resultar en requerimientos de capital muy elevados por errores metodológicos³⁷, o porque ignoran la correlación entre diferentes clases de productos o los riesgos de cambio en la sensibilidad de los precios de los derivados respecto del activo que le dio origen (*gamma risk*) o el riesgo de cambios en la volatilidad del activo de origen (*underlying asset*) (*vega risk*). La falta de adaptación de algunos de estos criterios a nuevos productos y nuevos mercados puede, por ejemplo, demorar la expansión e integración de los mercados emergentes.

Claramente la agenda está abierta y el Comité de Basilea ha propuesto un nuevo *approach*, el *internal risk management model*, que permitiría a las entidades financieras usar sus propios modelos de valuación de riesgo para determinar los requerimientos de capital mínimo. La discusión se centra actualmente no en el concepto de uso de los modelos propios, que por cierto es fuertemente apreciada por los bancos, sino en ciertos criterios que hagan comunes la medida del riesgo. La medida propuesta es la de *value at risk* que es un estimado de la pérdida máxima posible en el valor de una posición financiera, en un determinado período y con grado de confianza estadística determinado³⁸.

³⁷ Ejemplos en el tratamiento de los *spread risk* (riesgo que se modifiquen precios relativos entre dos activos de madurez similar) o *gap risk* (riesgo que se modifiquen precios relativos de activos idénticos pero de madurez diferente).

³⁸ La medida propuesta usa como horizonte el período de diez días y un intervalo de confianza del 99% . Si el valor del riesgo es de 10, significa que en un período de 10 días el riesgo de pérdida máximo será de 10 con una probabilidad estadística del 99% . Por supuesto a su vez las técnicas de valuación del riesgo son diversas con distribuciones de riesgo normal, con distribuciones «t», el método delta normal (usado por la Unión Europea donde las opciones se valúan por el precio de la opción en el mercado multiplicado por la sensibilidad del precio de la opción respecto de los cambios en el valor del activo de origen), el *delta gama risk* que agrega el factor de riesgo del cambio del delta, modelos de simulación tipo Monte Carlo, simulando muchos y diversos senderos de precios de los activos, métodos históricos de cómputo de los pasados cambios en los retornos de los activos o la comparación entre el riesgo estimado con otros métodos y el de pérdida máxima. Hay además problemas del período de datos que debe usarse, si las ponderaciones deben ser decrecientes para datos más viejos, etc

El riesgo usado para determinar el capital puede ser el mayor de los últimos días o la media del de los últimos 60 días, multiplicado por un *safety factor*, entre 1 y 3, en función de la *performance* pasada de los modelos individuales, de cada banco, de evaluación del riesgo. Aquellos cuyos modelos internos subestiman el riesgo tendrán un factor de seguridad mayor.

A este tipo de exigencias cuantitativas se unen exigencias cualitativas tales como establecer la relación entre los directivos de los bancos y las unidades de evaluación de riesgo, el análisis de *performance* de estas unidades, su plena independencia, métodos internos de control, procedimiento y archivo, auditorías internas del sistema de evaluación y testes permanentes sobre los efectos bajo condiciones extremadamente duras (*stress test*).

Prueba clara de la indeterminación aun existente entre los sistemas actuales y los cambios a ser implementados a partir de 1997 es la actitud de la Unión Europea que no acepta los modelos internos de evaluación de riesgo y determinación de capital.

Por otro lado está pendiente la cooperación entre las supervisiones bancarias y las normas de los mercados de capitales. Mientras el problema de los riesgos sistémicos es la mayor preocupación de los bancos, en los mercados de capitales el mayor interés está centrado en la protección de los inversores y en la disponibilidad de capitales líquidos para cumplir con sus obligaciones³⁹.

Los mercados de capitales, particularmente los de los países desarrollados han aumentado crecientemente su tendencia a moverse en forma correlacionada⁴⁰. Esto es menos evidente aun con los mercados emergentes, lo cual ha llevado a muchos *managers* a recomendar aumentar la exposición en dichos mercados en un intento de escapar a las tendencias bursátiles demasiado uniformes. Esta actitud crea riesgos adicionales de volatilidad en estos mercados. Todo aquello que ayude a una integración creciente (mejores tecnologías, bajos costos, menores regulaciones, standards contables), y donde la diferenciación se basea más en datos individuales que en tendencias globales puede ayudar a quitar volatilidad a los mercados emergentes.

Igualmente, la fijación de parámetros uniformes para el funcionamiento de los mercados bursátiles para empresas medianas y pequeñas son de particular interés para los mercados emergentes como al estilo del francés Nouveau Marché, del Nasdaq (National Association of Securities Dealers) o el esquema aun en elaboración para el Easdaq (European Association of Securities Dealers)⁴¹.

Los criterios ante situaciones de crisis

³⁹ Esta diferencia ha hecho que se avanzara poco en los intentos de cooperación entre el Comité de Basilea y la International Organization of Securities Commissions.

⁴⁰ La correlación media entre los mercados de la Unión Europea respecto del mercado alemán que era menor a 0,05 en 1983/85 ha subido en 1992/95 a 0,28.

Las crisis financieras de inicios de los 80 y de inicios de los 90 han planteado no sólo su relación con el contexto macroeconómico, sino que han también creado el problema de como actuar frente a fallas financieras sistémicas y como asignar las pérdidas que de ellas se derivan.

En la práctica las pérdidas han sido mayoritariamente soportadas por los ahorradores y por el gobierno, esto es, el conjunto de la sociedad. Bajo ciertas circunstancias los accionistas y *managers* de las instituciones fallidas han asumido responsabilidades y pérdidas pero ello no siempre ha ocurrido.

Hasta el presente hay dos grandes modelos de actuación frente a estas situaciones. Por un lado el enfoque original de los Estados Unidos, seguido en principio también por Japón, de permitir que entidades que tienen capitales efectivos por debajo de los requerimientos mínimos sigan operando en la intención que en el marco de una economía en recuperación sean capaces de generar, vía utilidades, una recapitalización.

Este esquema se usó en los primeros años de la crisis de la deuda soberana de Latinoamérica, donde las refinanciaciones sucesivas con grandes *spreads* y comisiones fue permitiendo a los acreedores mejorar su situación; se usó también en el caso de los Savings and Loans en años recientes y fue usado por Japón frente a la crisis que enfrentan las cooperativas de crédito desde, al menos, 1993.

Por otro lado está el modelo usado recientemente por los países nórdicos, Suecia, Noruega y Finlandia y por Francia y México y poco antes (inicios de los 80) en el Cono Sur de América Latina, por el cual los Estados recapitalizan los bancos o impulsan fusiones, haciendo uso de grandes fondos públicos.

Francia con el Crédit Lyonnais, Estados Unidos en una segunda instancia en el caso de los Savings and Loans y, más recientemente Japón, han usado este sistema. En el pasado la securitización de la deuda soberana de países emergentes (Plan Brady) ha sido un caso de transferencia de parte de la deuda a acreedores multinacionales (Banco Mundial, BID, etc.) y, por ende, de descargo de la cartera de los bancos privados. El reciente apoyo a México para el rescate de los Tesobonos tuvo el mismo sentido.

El primero de los modelos tiene el riesgo de forzar aumentos de tasas de interés y alienta operaciones especulativas. El segundo lleva consigo el riesgo del *moral hazard*.

Ambos distorsionan las condiciones de la competencia tanto interna como internacional⁴² y suelen no penalizar suficientemente los errores de gestión.

⁴¹ Los requisitos actuales para participar en este mercado en Francia son 3.9 millones de dólares de activos, 20 millones de dólares en capital, mínimo 100.000 acciones disponibles al público. No se requieren ni ventas ni ingresos mínimos, ni estados financieros anteriores.

⁴² El caso del Crédit Lyonnais es objeto de análisis y preocupación dentro de la Unión Europea.

Frente a este tipo de crisis hay muchos criterios a fijar, *know how* a transmitir y hay, por ende, un amplio campo de cooperación. Está claro que ninguno de los dos *approachs* puede resultar exitoso sin un simultáneo refuerzo de los mecanismos de supervisión.

En el segundo caso resulta además esencial analizar la forma de aporte de capitales públicos ya que algunos países (los nórdicos) han usado agencias de administración y rescate de las acreencias (*bad banks*) que han bajado sensiblemente el costo final del rescate bancario.

Hay igualmente en curso un análisis de las condiciones de liquidación judicial de entidades financieras donde resulta claro que existen numerosos instrumentos a modificar y rediseñar para bajar el costo para los ahorristas y/o eventualmente, para el Estado.

Los conglomerados financieros

Los bancos universales de Europa, capaces de realizar diversas actividades financieras sin restricciones y la creciente desregulación en los Estados Unidos plantean cada vez con mayor urgencia la necesidad de establecer mecanismos específicos de control de los conglomerados financieros y, más aun, de los conglomerados en general, en la medida en que la actividad financiera no queda al margen de formación de *holdings*. Este tema es de particular importancia en los países en los que se están llevando a cabo procesos de privatización intensa, precisamente porque se han ido creando, de hecho o de derecho, *holdings* mixtos financieros y no financieros escasamente regulados y potenciales creadores de riesgos para el conjunto de la economía.

El grado, la calidad de la información y la transparencia pública

Queda por último el tema de la información y el grado de publicidad de la misma. De la misma manera en que hay aun enfoques diferentes acerca de las formas de agregación de los riesgos debido a problemas de correlación entre ellos, hay numerosas diferencias en cuanto a la transparencia a dar a la información. Las tendencias a dar informaciones cuantitativas deben ser completadas con informaciones de orden cualitativo que tomen en cuenta datos de orden legal y sobre todo operacional.

Hay igualmente cuestiones de «uniformidad» de los datos que se brindan para evitar falsas comparaciones, cuestiones acerca de indicadores de calidad del *management*, frecuencia de las informaciones a partir del hecho que datos anuales o bi-anuales parecen ser cada vez menos útiles en mercados rápidamente cambiantes, aplicabilidad de los códigos de conducta y el papel y la responsabilidad de las calificadoras de riesgo y de los auditores externos.

Las cuestiones ligadas a auditoría o calificación de riesgo tienen además por definir los *standard* de contabilidad donde todavía subsisten marcadas diferencias entre las prácticas nacionales. De hecho el sistema americano organizado en las detalladas normas del *Financial Accounting Standards Board* (FASB) de Estados Unidos se ha ido imponiendo por su orientación a dar información válida a los potenciales inversores.

La FASB está tomando algunas decisiones en materia de cómo contabilizar los derivados, hecho que generará presiones sobre otros mercados que tienen, como los europeos, normas más flexibles en la materia. En el pasado ha ocurrido, al contabilizarse complejas operaciones financieras, que los balances presentaron como activos operaciones que en realidad eran pasivos y, como capital, lo que en realidad era deuda.

Otro de los problemas es la presentación a valores históricos. La idea es ahora «*mark to the market*», es decir a valores corrientes lo cual deberá hacerse de manera integral no solo para los derivados, sino también para todos los activos y pasivos financieros. Más aun, hay quienes extienden este criterio a compañías no financieras y defienden la idea que este criterio debería abarcar todos los activos y pasivos y no solo los ligados a aspectos financieros⁴³.

Por otro lado cabe señalar la cooperación ligada a la *Financial Action Task Force on Money Laundering*, un cuerpo establecido por el G7 pero que deberá interactuar crecientemente con los mercados emergentes.

Por último en el plano netamente operativo un nuevo, más seguro y más rápido sistema de *clearing* de pagos está en desarrollo, por el momento en el plano privado (20 grandes bancos), pero también en estudio en Basilea.

Aplicación del *General Agreement on Trade in Services*

Hay finalmente el amplio campo de cooperación que ha quedado definido en los Acuerdos de la Ronda Uruguay en términos de poner en aplicación efectiva la progresiva liberalización de servicios.

Los compromisos nacionales de liberalización de servicios (*schedules of commitments*) son el elemento central del GATS dado que de ellos depende la lista de industrias y sub-industrias acerca de las cuales se asumen obligaciones específicas, y dentro de ellas *las condiciones y limitaciones de acceso a los mercados y las condiciones y calificaciones relativas al tratamiento nacional*. El

⁴³ Cuando una compañía no financiera usa un derivativo para hacer un *hedge* de una operación que tiene que ver con su negocio, debe tomarse en cuenta que al registrarse contablemente sólo el derivativo pueden aparecer pérdidas que en realidad están compensadas por la ganancia en el otro lado del *hedge*. Claramente aparece entonces el problema de distinguir entre *hedges* de transacciones y *hedges* de especulación.

libre comercio es, en el caso de los servicios, asimilado a la falta de restricciones discriminatorias para cada una de las cuatro formas posibles de oferta de servicios⁴⁴.

Siendo éste el elemento central, es importante la cooperación que ha quedado enmarcada en los compromisos relativos a los países en desarrollo y que implican básicamente el acceso a aspectos comerciales y tecnológicos de servicios específicos, y el mejoramiento de acceso a las redes de información, incluyendo la existencia de «*contact point*» en los países desarrollados capaces de proveer no sólo el marco jurídico sino información sobre cuestiones técnicas, etc..

SÍNTESIS Y CONCLUSIONES

Dos enfoques de la cooperación internacional han sido analizados previamente. En la primera parte lo referido a los aspectos conceptuales con que se evalúan, desde una óptica macro, las políticas económicas y la necesidad de corregir insuficiencias precedentes.

Consensos analíticos diferentes a los vigentes en los últimos años⁴⁵ para los países en desarrollo, deben servir para formular políticas de nueva generación que atiendan esas insuficiencias.

En la segunda parte, los campos micro e instrumentales de la cooperación financiera que pasan fundamentalmente por las condiciones de desarrollo, liberalización y seguridad de las operaciones financieras.

Ambos conjuntos definen una *agenda* densa para la cooperación financiera internacional. Detrás de ambos conjuntos de temas hay en realidad una idea unificadora, cual es la de establecer que el tema central de la cooperación entre la Unión Europea y América Latina es el de una *articulación a nivel del pensamiento*. Nada más importante en épocas de gran cambio como los que se vienen produciendo en el mundo de las finanzas, cambios que han recortado el poder de decisión de las naciones. Este recorte de poder derivado de la globalización financiera es compensado – en alguna medida – en los países desarrollados por su capacidad de producir cambios analíticos y conceptuales que les permiten mantener cierto grado de activismo y por ende recuperar parte del poder de decisiones. En el caso de los países en desarrollo la globalización financiera no tiene compensación alguna. Los ejemplos de años recientes muestran una adaptación pasiva en lo analítico y conceptual y, por ende, en la evaluación y acción frente a determinados hechos del mercado financiero mundial.

⁴⁴ Las cuatro formas son:

- la oferta desde el territorio de un país en el territorio de otro (*cross border supply*),
- la que implica la movilidad del consumidor al territorio del ofertante del servicio,
- la que es brindada en el territorio de un país por empresas radicadas en el mismo pero originadas en otro país y
- la que implica la movilidad temporaria de personas de un país hacia el territorio donde se prestará el servicio.

⁴⁵ Básicamente del llamado Consenso de Washington, que ha resultado ser una condición necesaria pero no suficiente.

Ser escuchado y partícipe de la fijación de los nuevos consensos y de las nuevas políticas es por tanto central para un mundo en desarrollo. La agenda de negociación entre la Unión Europea y América Latina debería ir dirigida precisamente a desarrollar esa articulación del pensamiento tanto en los aspectos macro como micro.

Del grado de cooperación y de la capacidad de tomar en consideración al mundo en desarrollo depende en alguna medida el que la globalización sea sustentable sin generar conflictos socio-políticos de difícil manejo. La Unión Europea y el Mercosur o el Mercosur más sus países relacionados pueden y deben ser actores relevantes en esta agenda. El Acuerdo Marco de cooperación firmado recientemente, si bien no contiene provisiones específicas en materia financiera, ha creado por la vía de un entendimiento entre dos entes de integración regional un espacio particularmente apto para afrontar los desafíos de esta agenda.

Programas que abarcan todos los campos (analítico, normativo, legislativo, puesta en operación) de una *preparación progresiva para la integración a los mercados financieros mundiales* en general y a un entendimiento especial con la Unión Europea son de alta utilidad.

La Unión Europea tiene experiencias asimilables con el Programa Phare (para países de Europa Central y del Este) y Tacis (para los ex-países miembros de la ex URSS.).

Frente a la realidad actual de los mercados financieros la forma de recuperar poder de decisión en la fijación de políticas fiscales y monetarias en particular y económicas en general, no pasa ni por impedir el funcionamiento de los mismos, vía regulaciones, ni por tratar de afianzar con políticas aislacionistas el carácter nacional y el manejo autónomo, ni por rendirse a las exigencias de los inversores volátiles de transformar a funcionarios no electos (Bancos Centrales, Cajas de Conversión) en los únicos decisores.

La interdependencia y la cooperación internacional en torno a marcos analíticos adecuados, macro y micro, y de instrumentos de supervisión uniformes, es la única forma de no quedar a merced de mercados imperfectos, de las reacciones orientadas por el corto plazo o de las reacciones que sobreajustan.

Para ello en este trabajo se ha sostenido:

El argumento central del trabajo es que, erróneamente, la cooperación ha sido vista hasta ahora como algo sólo válido en épocas de baja disponibilidad de recursos financieros y, de hecho, se ha confundido con la idea de atender urgencias aumentando los recursos al mundo en desarrollo. En realidad, para ser más precisos, con disminuir el giro de ahorro al exterior ya que la experiencia de la crisis de la deuda indica que la cooperación nunca alcanza a modificar el efecto perverso del movimiento de capitales en épocas de baja liquidez.

Según mi opinión hay fuertes razones para una cooperación financiera diferente, aun en épocas de muy alta liquidez, ya que los efectos negativos sobre el crecimiento, la distribución del ingreso y el

comercio mundial han sido tan nocivos en este caso como en el de la falta o insuficiente cooperación en momentos de baja liquidez internacional.

La crisis de la deuda de 1982 a 1990 sirve para recordar rápidamente los efectos sobre el desarrollo de las fases de baja liquidez internacional. El repaso de lo ocurrido con los niveles de déficit fiscal, aceleración de la inflación, fuga de capitales, sub-valoración de las monedas nacionales, etc., ilustra las consecuencias de la combinación de iliquidez internacional con políticas internas erradas o impotentes.

Las «crisis» de alta liquidez vivida entre 1977 y 1980 y entre 1990 y 1994 aporta un ejemplo de políticas inadecuadas tanto en lo interno como en lo internacional y sus efectos negativos sobre la tasa de crecimiento en el mediano plazo. Dado que esta óptica ha sido menos tratada que la anterior se analiza la, a mi juicio, poco sorprendente «sorpresa» creada por México a fines de diciembre de 1994. Un análisis más detallado del modelo de alta liquidez, sobre-valoración cambiaria, déficits externos crecientes, etc., conduce a lo que he definido como la *mexican disease*» para usar como patrón de referencia y diferenciación a la tradicional *dutch disease*.

Tras repasar las distintas situaciones de liquidez: 1982/1990 por un lado y 1977/1980 -1990/1994 por otro, se formulan ciertas recomendaciones, *policy oriented*, cuya base es reconocer que los movimientos internacionales de capitales pasan por fases cíclicas de baja y alta liquidez y que la cooperación debe tener por tanto una visión abarcativa del ciclo y un diseño instrumental flexible como para adaptarse a esa realidad⁴⁶.

A partir de esa base se hacen once recomendaciones tendientes al diseño de un esquema de cooperación internacional, señalando que hay co-responsabilidad en la puesta en marcha de estas recomendaciones si bien en algunos casos la responsabilidad es algo mayor en uno de los dos lados (el mundo desarrollado o el mundo en desarrollo). Se sostiene asimismo que las instituciones internacionales como el FMI, el Banco Mundial y la hasta ahora limitada Organización Mundial de Comercio tienen un papel esencial a jugar en aceptar, diseñar en detalle y transmitir la puesta en marcha de este tipo de políticas.

Un total de dos recomendaciones corresponden específicamente a las fases de baja liquidez y otras dos a las de alta liquidez. Las siete restantes corresponden a la totalidad del ciclo.

⁴⁶ Acaban de ocurrir dos hechos de signo contrario. Uno, favorable al tipo de análisis aquí propuesto. Otro contrario, en la línea tradicional. Como hecho favorable a la conveniencia de diferenciar los análisis y por tanto las políticas económicas en función de las fases del ciclo, debe registrarse la negociación abierta en la Unión Europea a propuesta de Alemania de modificar los «*target*» en materia de déficit fiscal del 3% del PIB fijado en los criterios de Maastricht, a sólo 1% en los momentos de auge económico. Este principio de diferenciación no deja de ser una saludable reactualización de conocimientos económicos post 1930.

Como hecho contrario debe computarse la decisión de la Organización Mundial de Comercio en contra de Brasil al rechazar el argumento de problemas de balance de pagos como razón para la aplicación de protecciones en el sector automotriz. El argumento central para el rechazo, es la idea que las reservas de Brasil han crecido de manera sustancial en los últimos meses sin hacer la menor distinción y diferenciación en las razones de esta suba. A la OMC no le parece relevante, siguiendo al FMI que fue expresamente consultado, que hoy se estime que al menos la mitad de esas reservas están constituidas por capitales altamente volátiles.

Por último, siempre dentro de un enfoque «*policy oriented*», se consideran seis factores básicos generadores de alzas en los diferenciales de tasas de interés a través de los cuales se atraen capitales en condiciones que si bien pueden satisfacer el corto plazo comprometen la idea de un desarrollo sostenido por afectar equilibrios macro y micro económicos.

Finalmente, debido al «*moral hazard*», a la inviabilidad de atender más de dos casos mexicanos a la vez, y al tamaño y volatilidad de los mercados financieros, se recomienda no confundir *cooperación internacional* con «redes de seguridad» internacional. El requisito para que estas «redes» cumplan el papel de proveer tiempo para los ajustes y tengan sentido, es que la cooperación preste atención a cuestiones de información e interpretación analítica enfocados a los *fundamentals* y a los equilibrios estructurales en el marco del mediano plazo.

A partir de los consensos macro hay un amplio campo de cooperación en materia de mercados financieros (bancos, seguros, mercados de capitales), especialmente en momentos en que a escala global están en juego profundas transformaciones derivadas del crecimiento de estos mercados, su internacionalización, la velocidad de crecimiento y la permanente innovación en materia de productos y servicios.

Una parte sustancial de esta cooperación pasa por los temas aun no resueltos, algunos de los cuales estarían normativamente vigentes recién a partir de fines de 1997. Son los que hacen a las *formas institucionales* de la supervisión financiera, los *parámetros* para la supervisión y establecimiento de requisitos de funcionamiento, los *modelos de acción frente a crisis* en los sistemas financieros nacionales, la actitud frente a los *conglomerados financieros* y el *grado y calidad de información y transparencia* pública en el marco financiero.

Estos temas en discusión escapan al mero tecnicismo operativo, no son neutrales en cuanto a la capacidad de adaptarse de los países en desarrollo y/o de orientar las relaciones y beneficios económicos entre países de diferentes regiones.

Toda supervisión financiera discriminatoria atenta contra la globalización y la eficiencia. Toda supervisión no-adaptativa y no-cooperativa con el mundo en desarrollo conlleva el bloqueo del poder de decisión nacional, genera concentración y afecta la competencia.

El delicado equilibrio requerido no es indiferente a las formas que asuma la cooperación y a los actores que participen en este proceso de redefinición de las reglas legales y técnicas que enmarcan la actividad financiera. La liberalización no tiene el mismo ritmo ni los mismos impactos según el tipo de modelos con que la misma se haga.

Queda asimismo como campo de negociación lo relativo a la instrumentación y puesta en marcha de la liberalización progresiva prevista en los acuerdos multilaterales para servicios resueltos a partir de la última ronda GATT (1986-1995) de Uruguay. Es éste un campo enorme de transferencia de información, tecnología, recursos y expansión de la oferta.

ANEXO

Mexican disease: *crisis por exceso de recursos y alta volatilidad*⁴⁷

Un conjunto de factores políticos, económicos y sociales aparecen en las dos circunstancias (1982 y 1995) definidos como casos de *mexican disease*:

- i) una alta liquidez en los mercados de capitales internacionales, y *ex-ante*, un exceso de ofertas de capital;
- ii) la existencia, en países medianamente desarrollados, *ex-ante*, de una demanda global excedente, ligada a una demanda social por mayor consumo y más rápido crecimiento que, en general, se expresa a través de un mayor gasto e inversión pública;
- iii) una fuerte demanda política, formulada por políticos con horizontes temporales de corto plazo, por satisfacer dicha demanda global más alta que tiene la sociedad y
- iv) un grupo de tecnócratas (algunos hablan por estos días de tecnócratas «arrogantes»), decididos a aplicar una nueva política económica para satisfacer las condiciones de los puntos ii y iii.

La forma en que estos cuatro componentes se combinan para dar lugar a una crisis merece un análisis.

El desarrollo del modelo con alta disponibilidad financiera

El primer componente, mercados de capitales financieros altamente líquidos, era, en los años 80, consecuencia del reciclaje de fondos derivados del shock petrolero. Hacia fines de 1980 y comienzos de 1990 se debía a la recesión en las economías centrales y a la política monetaria de la Reserva Federal que al intentar evitar la desaceleración económica produjo un descenso en las tasas nominales de interés de más del 9% al 3% por año⁴⁸. Simultáneamente, la tasa de inflación de las economías centrales estaba en un moderado proceso de reducción. Como resultado, los mercados internacionales enfrentaron los niveles más bajos en las tasas de interés nominales y reales producidos en muchas décadas. Al mismo tiempo se aceleró la «desintermediación» en los servicios tradicionales de los bancos, se impuso la creación de nuevos productos financieros y una dura competencia de los intermediarios financieros en la colocación de recursos y/o en la participación de los nuevos servicios financieros.

⁴⁷ La cercanía de la reunión preparatoria de Lisboa a la crisis de México y el desconcierto inicial que generó, hacían necesario explorar con algún detalle el caso para incorporar sus enseñanzas al diseñar nuevas formas de cooperación internacional.

⁴⁸ Los flujos anuales para toda América Latina fueron de 5,1% del PIB en los años 1991-1994, aun mayores que el 4,7% de los años 1976-1982 (Fuente: BID, Marzo 1995).

La existencia de alta liquidez y una más aguda competencia por colocar los fondos determinó en los dos períodos analizados una degradación en la evaluación y en las condiciones usualmente requeridas para asignar recursos ya sea que se tratara de crédito o de inversiones de portafolio. Esto ocurrió tanto con la deuda privada vía créditos o vía colocación de bonos como, especialmente, con la deuda soberana y otros créditos relacionados con las empresas públicas. En períodos de excedentes financieros los préstamos directa o indirectamente respaldados por los Estados se convierten en el canal de más rápida colocación de préstamos, tanto bancarios como securitizados.

Esta degradación crediticia y el deterioro de la capacidad para diferenciar entre deudores pudo ser puesta en evidencia durante 1993 y 1994 por el caso de Brasil. Meses antes del nuevo, y hasta ahora exitoso, plan económico (el Plan Real, de mediados de 1994), el país recibía importantes aportaciones de capital. En ese momento el país iba rápidamente camino a una hiperinflación que terminó con una inflación anual del 5.000 por ciento y una aguda crisis política. La falta de un serio programa de privatizaciones que podría quizás haber justificado este movimiento de fondos internacionales quitaba esta razón de ser a los flujos financieros. ¿Bajo qué racionalidad económica se tomaron estas decisiones respecto a Brasil? Quizás no otra que los fuertes excedentes existentes, el bajo costo de oportunidad y la imposibilidad de ignorar un mercado del tamaño de Brasil. Que el primero de estos elementos es el más importante lo dice claramente el hecho que durante los períodos de escasez de recursos Brasil no se diferenció en lo sustancial del resto de las economías latinoamericanas.

En resumen, la situación en los mercados internacionales altamente líquidos resulta en el establecimiento de una política de crédito e inversiones menos responsable.

Desde el tercer componente, es decir la demanda de los políticos, surge el deseo de usar recursos adicionales – en este caso, ahorros externos – para atender una demanda social insatisfecha. Este sesgo de corto plazo en el funcionamiento de los gobiernos y muy particularmente dentro del sistema democrático ocurre con tanta frecuencia que todo *policy maker* en el campo económico debe esperararlo. La responsabilidad, pasa por incorporar esta demanda como un dato y tratar de compensarla en las propuestas técnicas favoreciendo un alargamiento de los horizontes de acción.

Dentro de este marco, en ambas oportunidades, los 80 y los 90, los técnicos o técnico-políticos pusieron en funcionamiento políticas económicas en muchos aspectos correctas. Particularmente en cuanto a metas antiinflacionarias basadas en el equilibrio fiscal y en la apertura de sus economías, tanto en el sector real como en el financiero. Sin embargo, los problemas aparecieron tanto en 1982 como en 1995 debido, en parte, a que las metas antiinflacionarias dependían del uso del tipo de cambio como el instrumento central, como ancla. Hacia atrás para detener la inercia del sistema de precios y hacia adelante para operar sobre las expectativas.

La aceptación de un flujo de capital externo que consistía tanto en la repatriación del capital

que previamente había fugado como de reales inversores extranjeros, creó condiciones para que la absorción interna de recursos fuera mayor que el PIB y consecuentemente para permitir más altos niveles de consumo e inversión. Este hecho básico, que es la captación de ahorro externo para equilibrar el balance ahorro-inversión no cambia, pero el equilibrio futuro es diferente según los fondos se canalicen al consumo o a la inversión.

En los años 80 debido a la preferencia de los centros financieros por la deuda soberana, la mayoría de los préstamos los usó el Estado y la oferta se canalizó fundamentalmente a través de préstamos bancarios respaldados por sindicatos de bancos. En los 90 por el lado de los oferentes hubo una mayor dispersión ya que a los bancos se agregaron los inversores institucionales (fondos de pensión y fondos mutuales), y los tomadores particulares de bonos y acciones de los mercados emergentes. La preferencia no se apartó de manera fundamental de lo acostumbrado. Una parte sustancial de los fondos fue hacia el Estado o a las empresas privadas o privatizadas, cuyos beneficios estaban explícitamente relacionadas con las decisiones contractuales del Estado.

Cuando la dependencia es directa del sector público ha tendido a generar inversiones con largos periodos de gestación y altos coeficientes de capital/producto. Cuando como ha ocurrido más recientemente la dependencia es indirecta – vía contratos de privatización o de concesiones de largo plazo – en general se distorsionan hacia arriba los precios en el sector no transable de la economía. Aun cuando las inversiones se hacen con criterios privados de rentabilidad y eficiencia su efecto no se traslada a toda la economía debido a los términos de los acuerdos y contratos con el Estado. Estos usualmente permiten una captura privada del aumento de productividad y la alta tasa de retorno de las inversiones es generalmente garantizada a largo plazo.

El flujo de capitales externos y la monetización que del mismo se deriva genera además un aumento en la disponibilidad de crédito interno para el consumidor. Siendo que el crédito ha sido generalmente muy escaso en economías que han tenido una larga historia inflacionaria y represión financiera, durante estos períodos se produce una expansión en el consumo en la clase media y aun entre la población de bajos recursos. La apertura del sector real de la economía a través de la reducción de las barreras arancelarias y no arancelarias, permite el aumento de la importación de toda clase de bienes y acentúa la baja del precio de los bienes comercializables internacionalmente.

Bajo estos tipos de programas el tipo de cambio es ligado (*pegged*) a una moneda dura. Puede ser un sistema de cambio fijo, con o sin convertibilidad (*currency board*), una flotación dentro de una banda (*snake*) o algún otro mecanismo de flotación «sucio». El hecho es que se usa el tipo de cambio como un «ancla» para reducir la tasa de inflación. Por lo menos durante los primeros 12 meses del programa es usual que no haya modificaciones nominales del tipo de

cambio o incluso que haya, lisa y llanamente, una revaluación inicial de la moneda nacional⁴⁹. Aun una vez flexibilizado el programa y admitido algún ajuste, la variación ocurre a una tasa menor que la tasa interna de inflación menos la inflación externa. Este fue el caso de Chile y Argentina durante los 80. Ha sido el caso de México y, más recientemente, de Brasil.

La sobrevaluación de la moneda local crea un estímulo adicional por el lado de las importaciones y un sesgo contra las exportaciones. Debido a la previa restricción sobre bienes importados la elasticidad ingreso de las importaciones a corto plazo es muy alta. Por contraste, la elasticidad de ingresos de las exportaciones es reducida o más aun el signo en ambas variables es opuesto, particularmente en países que tienen poca experiencia en mercados internacionales y que exportan productos primarios cuyo consumo interno tiene una alta elasticidad-ingreso. En otras palabras, donde la exportación responde a los excedentes una vez atendido el mercado interno.

Bajo este tipo de modelos debe agregarse el aumento del déficit en los servicios reales que también tienen una elasticidad mayor a 1. Transporte y seguros aumentan debido a la combinación de una economía más abierta y a una baja oferta interna de aquellos servicios. El turismo se expande por la alteración entre los costos internos e internacionales, y la transferencia de beneficios y *royalties* crece a medida que la economía se integra más en la economía mundial.

Los desajustes del modelo

El resultado combinado de todos estos hechos conduce a un aumento en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos y a una creciente necesidad de recurrir al ahorro externo.

En las dos experiencias (los años 80 y 90) que permiten caracterizar esta «mexican disease» los responsables de la política económica se han comportado igual. El sostenido crecimiento del déficit fue rechazado por los *policy makers* como una evidencia negativa o como el indicador de que es necesario hacer algunos cambios en la política económica. En los 80, el enfoque monetario a la balanza de pagos de Chicago se usó como soporte teórico de los programas. En los 90 el Consenso de Washington, Harvard, MIT, Yale y la política de cambios estructurales, sirvieron de excusa intelectual, muchas veces sin el legítimo uso de los nombres de estos centros académicos.

En general, el único cambio permitido por los *policy makers* entre los 24 y 38 meses posteriores al lanzamiento del programa – si éste comenzó a principios del ciclo de alta liquidez internacional – es un aumento de los diferenciales de las tasas de intereses internas respecto a tasas similares en el mercado internacional. Esto sirve para compensar a los inversores por el

⁴⁹ Fue el caso de Argentina después del Plan de Convertibilidad en 1991 o, más recientemente el de Brasil, con el Plan Real de mediados de 1994.

aumento del riesgo/país ligado al aumento acumulativo de la deuda en moneda extranjera, pública y privada y para mantener el flujo de capitales o impedir su reversión.

Internamente, eso prolonga el «modelo» e implica un cambio no discriminatorio en favor de los acreedores. No discriminatorio porque todos los inversores quedan habilitados para acceder a estos mayores márgenes de tasas de interés.

El segundo cambio posible y aceptado es interno y discriminatorio en favor de los deudores. Es discriminatorio porque, de hecho y por medio de información confidencial, se alienta un cambio oculto en la composición del portafolio por el cual algunas unidades del sector privado comienzan a reemplazar deudas en monedas duras por deudas en moneda local. Esto está usualmente acompañado por un cambio opuesto en cuanto a la tenencia de activos, los que tienden a constituirse, interna o externamente, en monedas duras. Este es el inicio del proceso de reversión de la alta disponibilidad de fondos externos pero que puede aun ser demorado compensando el efecto macroeconómico del cambio de activos a moneda local de los inversores privados ya que el Estado o las empresas públicas proceden de manera inversa al sector privado bien informado y reemplazan su deuda interna por deuda externa. Esta es una bien conocida política de transferencia de pérdidas potenciales a toda la sociedad.

Finalmente, el segundo componente, la demanda en sociedades de bajo nivel promedio de ingresos de mayor cantidad de bienes y servicios asegura, combinada con el crédito, un aumento en el consumo y en el nivel de la actividad económica. Este aumento del bienestar, aun con una desigual distribución, da a los políticos algún soporte y les crea ilusiones acerca de lo correcto de sus decisiones.

El hecho de que estas economías operen generalmente por debajo del nivel del PIB potencial y con gran capacidad ociosa – esencialmente en el sector industrial – deja espacio para un rápido aumento del nivel de producción. Este aumento, que usualmente ocurre al principio del programa es, por supuesto, un aumento en la productividad y da lugar a la aparición de un inusual bajo coeficiente marginal capital/producto. Esta clase de productividad, que a veces no significa sino recuperar niveles anteriores, es a menudo confundido con cambios permanentes y estructurales en la eficiencia del uso de factores. Quienes defienden estos programas de alta necesidad de ahorro externo o, lo que es lo mismo, de déficit sostenido y creciente en la cuenta corriente del balance de pagos, suelen proyectar linealmente los aumentos iniciales de la productividad y usarlos como supuesto factor de compensación por el atraso en el tipo de cambio y por el cambio perverso en los precios relativos. De este efecto productividad deben, según esta visión, emerger aumentos de competitividad que limiten el déficit en cuenta corriente sin afectar el alto nivel relativo de actividad económica.

La evolución hasta ahora descrita lleva a formularse ciertas preguntas adicionales como ser:

¿Cuál es el factor *esencial* en la especificación de este modelo? A mi juicio sólo uno de los componentes tiene este carácter. La demanda global insatisfecha y los políticos cortoplacistas son elementos casi siempre presentes. Los tecnócratas son siempre fáciles de atraer. Lo que

hace que este preciso modelo sea específicamente posible de ser implementado, es el alto nivel transitorio de la liquidez internacional. Sin una alta disponibilidad de recursos externos no habría disponibilidad para el sendero de política macroeconómica ni para los comportamientos micro antes detallados.

¿Es posible evitar los perversos efectos que normalmente tardan en emerger? Técnicamente, es posible moderar la fase expansiva en el ciclo económico, evitando la sobre-expansión del crédito vía alguna disuasión de orden económico y/o administrativo del ingreso del capital especulativo de corto plazo. Algunos ejemplos tan diferentes como Chile y Brasil en los 90 demuestran esta posibilidad. México y Argentina podrían en cambio ser ejemplos del flujo de capitales de corto plazo muy parcialmente limitados (México), o no limitados en absoluto (Argentina).

Estos mecanismos reducirían la posibilidad de sobre-valoración de la moneda local, moderando el aumento de las importaciones, y algunas veces el descenso – relativo o absoluto – de las exportaciones. Simultáneamente resulta más fácil de manejar la «burbuja» financiera. Estas políticas tienden a reducir la certidumbre en el tipo de cambio y, por tanto, en la tasa de retorno para inversiones a corto plazo y en consecuencia generan presiones menores hacia la sobrevaluación cambiaria. Chile usó este instrumento cuando estableció una relación con una «canasta» de monedas, reemplazando al dólar, en un momento en el cual las monedas duras estaban sufriendo cambios relativos entre ellas en los mercados internacionales. Esto introdujo algún riesgo acotado al calcular la tasa de retorno en términos de dólares.

Bajo esta clase de programas si no se ha tomado a tiempo algún tipo de acción para prevenir la sobrevaluación y los desajustes macro, aparecen situaciones críticas en cuanto se modifican las condiciones financieras internacionales. Casi inevitablemente se piensa en una devaluación «bien manejada». Sin embargo, esta clase de cambios nunca ocurren, ocurren demasiado tarde o son instrumentados de forma juzgada no creíble por los mercados. La reciente crisis en México prueba que nunca hay un buen momento para devaluar⁵⁰. Nadie, y menos que ninguno los tecnócratas cuyo poder deriva del «milagro» económico que han realizado y de la confiabilidad externa que han «alquilado» a los inversores a corto plazo, quiere asumir el riesgo.

Si desde el principio se acepta y «explica» como positivo el hecho del aumento del déficit en la cuenta corriente y se rechaza el diagnóstico acerca de la necesidad de algunos cambios de política económica, es posible afirmar que el pronóstico futuro está en riesgo. Eso es aun más

⁵⁰ Ya en febrero de 1994 el FMI comenzó a advertir que México estaba viviendo como un «*credit-card addict*». En marzo Estados Unidos debió acordar un fondo de 6 billones de dólares para sostener el peso. Entre abril y agosto tanto la CIA como el Departamento del Tesoro de Estados Unidos hicieron advertencias privadas a México. La actitud pública era sin embargo diferente y el 9 de diciembre, menos de 20 días antes de la crisis, el presidente Clinton elogió públicamente a México como un «perfecto ejemplo de desarrollo económico». *International Herald Tribune*, 5 abril 1995.

evidente en países que tenían ya no menos del 2% de su PIB comprometido en pagos externos como consecuencia de una deuda externa previa.

El desenlace del modelo: los lados financiero y fiscal en la fase de transición.

Los mercados terminan haciéndose cargo de buscar el equilibrio, primero aumentando el diferencial neto de la tasa de interés y finalmente – y lógicamente desde la óptica de la racionalidad privada – retirando el capital. Durante el período de transición, cuando el crédito externo voluntario resulta insuficiente, aparecerán dos efectos negativos:

Primero, el aumento en la fragilidad financiera interna, que resulta de las dificultades de pago de los créditos acordados por el sistema bancario local. Usualmente, a través de todo el programa antes analizado, la tasa de interés interna es alta debido a algunos factores concurrentes. Fundamentalmente por el alto costo de la inadecuada estructura del sistema financiero subdesarrollado. Los ratios «depósitos/empleados» y «total de activos financieros/cantidad de bancos» son, ambos, comparativamente bajos en términos internacionales. Además, porque los Bancos Centrales ponen altos requerimientos de reservas a fin de limitar el multiplicador de crédito dada la alta creación primaria vía expansión de la base monetaria ligada al flujo de capitales externos.

En la esfera real de la economía estas tasas son aceptadas por las empresas tomadoras de créditos debido al importante alza en la demanda global, al uso de factores ociosos y al aumento de la productividad, lo cual permite a los tomadores suponer que tendrán capacidad futura de repago. Por el lado de las familias la aceptación de estas tasas es función del aumento real en el poder de compra de sus salarios durante la primera etapa de un programa de estabilización y de la fuerte demanda reprimida por los previos racionamientos del crédito.

Sin embargo, las perspectivas cambian para las empresas cuando la expansión de la demanda tiende a achatarse y aun a descender y cuando, por el lado de la oferta, queda claro que las subas de productividad son difíciles de sostener sin comprometer aumentos en la inversión fija. El panorama cambia también para las familias cuando empiezan a percibir que el freno de la inflación genera un efecto «*one shot deal*» sobre el poder adquisitivo y que los pagos en cuotas respecto de salarios fijos, combinados con mayor desempleo, absorben una porción demasiado alta del ingreso disponible.

Los otros efectos del lado fiscal están igualmente ligados a diversas causas. Primero, está el impacto fiscal que causa el aumento de las tasas de interés sobre la deuda pública interna. Segundo, el permanente reclamo de aumento en las transferencias desde las autoridades provinciales y locales y desde los fondos de desempleo.

Esta segunda causa está relacionada con el cambio en los precios internos relativos en favor de los bienes no-transables los cuales impulsan el nivel de actividad en el sector servicios y

especialmente al sector financiero definido en el sentido amplio, esto es, incluyendo además de bancos inversores institucionales, agentes de bolsa, etc.. Es este sector el que canaliza los fondos externos y, en general, el aumento de disponibilidad de los activos financieros. Estas actividades están normalmente más concentradas en las grandes áreas urbanas de modo que la transferencia sectorial de ingresos implica automáticamente una transferencia regional, dejando a las áreas rurales o a las ciudades menores donde predominan las pequeñas y medianas empresas con menor actividad económica. Eso reduce tanto la capacidad de cobrar impuestos como las posibilidades de los gobiernos locales de una situación menos dependiente *vis-a-vis* el gobierno central.

El tercer problema es la transferencia de los fondos de desempleo y subempleo. El aumento en el nivel de la actividad económica se produce sin un aumento equivalente en el nivel de empleo. En otras palabras, la elasticidad del empleo es baja en relación al nivel de actividad. Además en el caso de la experiencia de los años 90 aparecieron problemas nuevos debido a las privatizaciones y a la consecuente reducción del empleo que con ellas se produce. El descenso en la demanda de trabajo con relación a la población potencialmente activa se debe así a una combinación de las «virtudes» de la privatización (mayor eficiencia) y los «vicios» de una insuficiente tasa de inversión en general y, en particular, en el sector productor de bienes transables y de las empresas pequeñas y medianas. El resultado es una demanda por mayores transferencias públicas.

Por el otro lado del presupuesto, los ingresos fiscales enfrentan una tendencia negativa. Al tiempo que los gastos resultan muy inelásticos, el descenso en la capacidad del cobro de impuestos – aun a nivel del gobierno central – es creciente. La capacidad del cobro de impuestos sigue el mismo camino, o aun uno peor, que el del sistema financiero interno cuando trata de recuperar los créditos acordados.