

---

## temas de coyuntura

# Hacia un sistema financiero internacional estable y predecible y su vinculación con el desarrollo social



NACIONES UNIDAS



Reunión de Alto Nivel organizada por la Secretaría de Relaciones Exteriores de México, con el apoyo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), México, D.F., 5-6 de septiembre de 1999

Santiago de Chile, enero de 2000

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

---

Publicación de las Naciones Unidas

LC/L.1347-P

ISBN: 92-1-321584-3

Copyright © Naciones Unidas, enero de 2000. Todos los derechos reservados

Nº de venta: S.00.II.G.31

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

---

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N.Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

## Índice

---

<b>Resumen introductorio</b> .....	5
<b>I. Sesión de inauguración</b> .....	7
1. Palabras de la Secretaria de Relaciones Exteriores de México, Embajadora Rosario Green.....	7
2. Cinco elementos esenciales de una reforma financiera internacional relevante, Dr. José Antonio Ocampo, Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) .....	10
3. El peligro de la complacencia, Rubens Ricupero, Secretario General de la UNCTAD.....	15
4. The financing for development process, Ian Kinniburgh, Director, Development Policy Analysis Division, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales, Naciones Unidas.....	18
<b>II. Algunas ponencias presentadas</b> .....	21
1. Avances y desafíos de una nueva arquitectura financiera internacional, Antonio Casas González, Presidente del Banco Central de Venezuela y Ex Presidente del Grupo de los 24.....	21
2. Consideraciones sobre la prevención de crisis cambiarias, Nicolás Eyzaguirre, Director Ejecutivo, Fondo Monetario Internacional (FMI).....	27
3. Manejo de auge y crisis financieras internacionales, Leonardo Villar Gómez, Miembro de la Junta Directiva, Banco de la República de Colombia.....	31
4. What objectives for the reform of the architecture of the international financial system?, Jan Kregel, Oficina de la UNCTAD en Nueva York.....	37

5.	Globalización financiera y desafíos sociales, Osvaldo Rosales, Asesor Regional de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) .....	43
6.	Social development and the international financial system, John Langmore, Director de la División para Política Social y Desarrollo del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales, Naciones Unidas .....	48
7.	Elementos para una nueva agenda de inserción y desarrollo de América Latina y el Caribe, Carlos J. Moneta, Secretario Permanente del Sistema Económico Latinoamericano (SELA).....	52
<b>III.</b>	<b>Conclusiones/Conclusions</b> .....	<b>57</b>
	<b>Números publicados</b> .....	<b>67</b>

---

## Resumen introductorio

---

Los días 5 y 6 de septiembre de 1999 tuvo lugar la Reunión Regional de Alto Nivel “Hacia un sistema financiero internacional estable y predecible y su vinculación con el desarrollo social” en el Área de Conferencias de la Secretaría de Relaciones Exteriores (SRE) de México, Tlatelolco, México, D.F.

Esta reunión fue convocada por el gobierno de México, a través de la Secretaría de Relaciones Exteriores, con el respaldo de la CEPAL.

El objetivo de esta reunión fue avanzar en un diagnóstico compartido sobre las principales tendencias del sistema financiero internacional y sobre los ámbitos e instrumentos de políticas nacionales e internacionales sobre los cuales es necesario trabajar para contar con un sistema financiero internacional más colaborador con los esfuerzos del desarrollo.

Esta reunión se realizó en el marco de la resolución 53/172 de la Asamblea General de las Naciones Unidas “La crisis financiera y su repercusión sobre el crecimiento y el desarrollo, especialmente de los países en desarrollo”, donde se solicitaba al Secretario General que presentara un informe sobre las “tendencias actuales de las corrientes financieras mundiales y las modalidades para mejorar la capacidad de alerta temprana, prevención y respuesta para afrontar la aparición y propagación de las crisis financieras a tiempo y con una visión amplia y perspectiva de largo plazo, y al mismo tiempo manteniéndose consciente de los problemas del desarrollo y de la necesidad de proteger a los países y grupos sociales más vulnerables”.

Sobre la base de esta resolución y con el fin de contribuir a enriquecer el informe que presentaría el Secretario General, Sr. Kofi Annan, a la Asamblea General de las Naciones Unidas en su 54o. período de sesiones, el Gobierno de México manifestó su interés por celebrar un encuentro regional sobre el tema.

Participaron en la reunión reconocidos funcionarios de alto nivel de 21 países de América Latina y el Caribe, tanto de sus Cancillerías como encargados de asuntos económicos y financieros, así como expertos de los Bancos Centrales. Por el Gobierno de México, se contó con la presencia de la Embajadora Rosario Green, Secretaria de Relaciones Exteriores de México, y de la Embajadora Carmen Moreno de Del Cueto, Subsecretaria para Naciones Unidas, África y Medio Oriente de la Secretaría de Relaciones Exteriores, así como de funcionarios de alto nivel de la misma. De los organismos de las Naciones Unidas estuvieron representados el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales, el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en Santiago de Chile y la Sede Subregional de la CEPAL en México, respectivamente. De los organismos especializados se contó con la participación del Fondo Monetario Internacional (FMI); de los organismos intergubernamentales estuvieron presentes el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Sistema Económico Latinoamericano (SELA).

## **I. Sesión de inauguración**

---

### **1. Palabras de la Secretaria de Relaciones Exteriores de México, Embajadora Rosario Green**

Quiero darles la más cordial bienvenida a esta reunión organizada por el Gobierno de México, con el entusiasta apoyo del Secretario General de las Naciones Unidas a través de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL. La presencia de todos ustedes en este evento confirma el compromiso que los latinoamericanos y caribeños tenemos con la consolidación de un sistema financiero internacional estable y predecible.

Deseo aprovechar esta ocasión para compartir con ustedes algunas reflexiones en torno a la necesidad de fortalecer la arquitectura financiera internacional a fin de que coadyuve, de manera decidida, al desarrollo social de nuestros pueblos.

Es un hecho innegable que durante la presente década se ha registrado una extraordinaria expansión de los mercados financieros internacionales y se han multiplicado sus agentes e instrumentos. Esto ha resultado en la rápida movilización de cuantiosos recursos, muchos de ellos de gran volatilidad. Desafortunadamente, estos fenómenos no se han visto acompañados de un desarrollo adecuado de las instituciones financieras nacionales e internacionales, ni tampoco de los mecanismos necesarios de regulación y de supervisión.

Esta situación ha generado inestabilidad en los mercados financieros que, en ocasiones, ha desembocado en situaciones de crisis caracterizadas por cuatro elementos fundamentales. Primero, han tenido un impacto indiscriminado tanto en países desarrollados como en desarrollo, e inclusive en aquellos que oportunamente llevaron a cabo reformas estructurales y adoptaron políticas fiscales, monetarias y cambiarias adecuadas. Segundo, han inducido una desaceleración de la actividad económica mundial, reanimando así tendencias proteccionistas.

En tercer lugar, los efectos de estas crisis sobre la producción, el empleo y el sistema financiero de nuestros países han propiciado la adopción de medidas que, en muchos casos, tienen un alto costo político y social. Y, cuarto, han evidenciado que los organismos financieros internacionales no disponen de recursos e instrumentos suficientes para prevenir las crisis y apoyar oportunamente a los países que las enfrentan.

Todo lo anterior nos motiva a revisar nuestra concepción del estado que guarda la arquitectura financiera internacional. Nos invita, también, al análisis conjunto de aquellas reformas y mecanismos que nos puedan ayudar a evitar nuevos desequilibrios y, en caso de que éstos surjan, enfrentarlos y contenerlos en forma expedita y efectiva.

Estamos conscientes de que esta no es una tarea sencilla. Si bien mucho se ha avanzado en la búsqueda de consensos, al mismo tiempo persisten desacuerdos fundamentales.

Permítanme primero referirme a aquellos ámbitos en los que existen coincidencias.

En el caso de las economías emergentes y en desarrollo, sabemos que nuestros gobiernos deben aplicar políticas macroeconómicas sanas, realistas y responsables, así como estrategias de cambio estructural que propicien el crecimiento económico. Sabemos también que debemos abocarnos a fortalecer nuestros sistemas financieros nacionales, con mecanismos de regulación y supervisión capaces de asegurar prácticas bancarias sanas y transparentes. Y estamos conscientes, de igual forma, de la necesidad ineludible de desarrollar nuestro sector empresarial, de promover la participación ciudadana y de mantener políticas de buen gobierno en el contexto de nuestros marcos institucionales.

Los gobiernos de los países industrializados han reconocido, por su parte, la responsabilidad que tienen de impulsar la economía internacional mediante la instrumentación de políticas orientadas al crecimiento económico sostenido. Existe también un acuerdo sobre la importancia vital de que estas naciones mantengan y fortalezcan la apertura de sus sistemas comerciales, al tiempo que propicien la inversión productiva hacia los países en desarrollo.

A su vez, los organismos multilaterales han comprendido que juegan un papel central en la revisión del sistema financiero internacional. Por ello, han ampliado su esfuerzo a fin de desarrollar estándares y códigos de conducta que permitan mejorar la supervisión y la transparencia de las operaciones internacionales.

Pero más importante que todo esto, es el reconocimiento de que para delinear adecuadamente el perfil de una nueva estructura financiera mundial requerimos del esfuerzo coordinado de gobiernos, sector privado y organismos internacionales. Sólo así alcanzaremos el objetivo de contar con un sistema financiero internacional que se convierta en un agente efectivo de prosperidad compartida.

Déjenme ahora hacer referencia a los aspectos sobre los cuales aún no ha sido posible llegar a consensos.

El primero de ellos se refiere a la adecuación de las instituciones del sistema de Bretton Woods a los requerimientos del mundo contemporáneo. Hay quienes afirman que es necesario fortalecer los recursos y las capacidades de las instituciones existentes, a fin de que estén en mejores condiciones para desempeñar sus funciones. Otros señalan que se requiere revisar y



modificar sus estructuras fundamentales, adelantando propuestas que pugnan por una mayor representatividad de los países miembros en la toma de decisiones.

Un segundo elemento se refiere al diseño de instrumentos imaginativos para la prevención y alerta temprana de crisis financieras y, en caso necesario, para enfrentarlas y limitar su contagio. Algunos analistas estiman que las líneas de contingencia del Fondo Monetario Internacional constituyen un avance en este sentido, pero también hay aquellos que demandan la creación de mecanismos con un mayor alcance, que proporcionen apoyo automático, accesible, oportuno y eficiente a fin de restaurar la confianza en las economías antes de que se produzca una crisis.

La corresponsabilidad de los agentes económicos y financieros privados constituye un tercer rubro en el cual no existe un consenso. Algunas corrientes de pensamiento coinciden en la importancia de que estos actores adopten y observen estándares y códigos de buena práctica en sus transacciones, y de que fortalezcan sus mecanismos de análisis y administración de riesgos. Estudiosos han planteado, en este contexto, la oportunidad de aumentar la supervisión y la regulación de sus operaciones, en particular aquellas realizadas por los centros financieros extraterritoriales. Inclusive, hay especialistas que proponen una distribución más equitativa de las cargas de las crisis entre los sectores público y privado, sugiriendo la incorporación generalizada de cláusulas de acción colectiva que permitan la reestructuración de los financiamientos en bonos y el manejo ordenado de las crisis de pagos.

Estoy segura de que el ejercicio de reflexión que ustedes llevarán a cabo en estos próximos días contribuirá a encontrar denominadores comunes sobre estos temas.

Antes de concluir quisiera referirme a la importancia de refrendar nuestra responsabilidad con el desarrollo y el bienestar de los pueblos aquí representados. Es menester encontrar fórmulas imaginativas que nos permitan contar con un blindaje social efectivo en tiempos de crisis. Para ello, debemos seguir avanzando en la definición de consensos que promuevan la adopción de políticas dirigidas a disminuir el costo social de estos fenómenos y a desarrollar redes de protección social que pongan énfasis en los segmentos más vulnerables de la población.

Al proponer al Secretario General de las Naciones Unidas la oportunidad de celebrar este encuentro, el Gobierno de México manifiesta que debemos ser creativos para concebir fórmulas que nos permitan evitar crisis financieras recurrentes y alejar el espectro de una recesión mundial. México ha estado trabajando, en este sentido, señaladamente al promover en el seno de las Naciones Unidas un proceso de diálogo y reflexión que nos ayude a apuntalar la seguridad financiera global.

La reunión que hoy se inicia se suma a estos esfuerzos y estamos seguros que, como lo señalara el propio Secretario General Kofi Annan, y cito "contribuirá de manera importante al desarrollo de este debate y a la búsqueda de propuestas consensuadas en torno a estos temas".

Estoy cierta de que este evento constituirá un primer peldaño de lo que seguramente deberá ser un ejercicio de análisis que esperamos también se lleve a cabo en el seno de otras regiones geográficas, incluyendo a los países desarrollados, así como en el marco de las organizaciones internacionales. La reflexión colectiva de organizaciones y gobiernos seguramente nos permitirá, como en el pasado con los temas de paz, democracia y desarrollo, concebir, bajo la coordinación del Secretario General de las Naciones Unidas, una agenda para la estabilidad financiera internacional.

## **2. Cinco elementos esenciales de una reforma financiera internacional relevante**

**Dr. José Antonio Ocampo,  
Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina  
y el Caribe (CEPAL)**

No cabe la menor duda de que las fallas más protuberantes de gobernabilidad global en materia económica se encuentran en el área de la institucionalidad financiera. La crisis financiera internacional que golpeó al mundo en desarrollo entre mediados de 1997 y comienzos de 1999, recorriendo desde Asia hasta Brasil, así como el efecto “tequila” que afectó unos años antes a México y Argentina, han sido las manifestaciones más patentes de la enorme asimetría que existe entre un mundo financiero cada vez más sofisticado, pero inestable, y las instituciones que lo regulan; de que el mundo carece, en otras palabras, de instituciones apropiadas para la globalización financiera.

La crisis generó algunas respuestas positivas, pero incompletas: un esfuerzo concertado de expansión monetaria, liderado por los Estados Unidos, que de hecho fue posiblemente la causa más importante de la tendencia a la normalización de los mercados internacionales de capitales; la ampliación de los recursos del FMI y la creación de nuevas líneas de crédito para apoyar a los países en crisis y aquellos afectados por fenómenos de contagio; la puesta en marcha de procesos dirigidos a mejorar la regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros, así como la información con la cual cuentan; el reconocimiento de que los procesos de liberalización financiera en el mundo en desarrollo deben ser graduales y cautelosos y que el peso relativo de los pasivos externos de corto plazo aumenta los riesgos que enfrentan estas economías; la aceptación parcial, por parte del FMI, de que el sobreajuste fiscal puede ser inapropiado en los procesos de ajuste, y el énfasis otorgado a la necesidad de diseñar en los países en desarrollo redes de protección adecuadas para apoyar a los sectores sociales vulnerables durante las crisis.

La relativa normalidad a la cual retornó el mercado después de la devaluación brasileña del mes de enero dio lugar, sin embargo, a un sentido de complacencia, que puede no sólo frenar estas tendencias positivas, sino también retrasar la puesta en marcha de otras políticas complementarias. Es necesario resaltar, además, que el mercado dista mucho de haberse normalizado. Después de un incremento rápido en las emisiones de bonos en los mercados internacionales, que alcanzó niveles favorables para América Latina en los meses de marzo y abril, el mercado se ha tornado nuevamente esquivo. El costo del endeudamiento se ha mantenido en niveles elevados y los plazos de las nuevas emisiones han sido, a lo largo de 1999, relativamente cortos. El nerviosismo que se ha apoderado de los inversionistas en los últimos meses, entre otras razones por las especulaciones sobre los efectos potenciales de los aumentos en las tasas de interés de los Estados Unidos sobre los mercados “emergentes”, es un síntoma inequívoco de que la crisis no ha sido superada plenamente.

El momento es, por lo tanto, oportuno para reflexionar nuevamente sobre los problemas de la gobernabilidad financiera y poner en marcha un proceso de negociación balanceado, que garantice la adecuada representación de los intereses diversos de los diferentes miembros de la comunidad internacional. Las Naciones Unidas, el foro más representativo a nivel mundial, puede ofrecer un espacio apropiado para la reflexión y la negociación. Para que los intereses de los países en desarrollo estén adecuadamente representados, es necesario, además, ampliar la agenda, para incluir por lo menos cinco temas diferentes: 1) la prevención y manejo de crisis financieras; 2) los temas asociados al financiamiento para el desarrollo; 3) las reglas de acceso a los recursos multilaterales; 4) el papel de las instituciones regionales, y 5) los espacios donde debe preservarse la autonomía nacional.

## 2.1 Prevención y manejo de crisis financieras

Con respecto al primero de estos temas, existe ya un relativo acuerdo sobre la necesidad de mejorar la información, de concertar códigos de conducta en diversas áreas y de mejorar la supervisión y regulación prudencial a nivel global. En el caso de los países industrializados, el énfasis relativo debe recaer sobre la regulación y supervisión de las instituciones y operaciones con mayores niveles de apalancamiento. En el de los países en desarrollo, los temas centrales son la necesidad de desincentivar la acumulación de pasivos externos de corto plazo, de contar con fuertes mecanismos de regulación y supervisión prudencial antes de liberalizar los sistemas financieros, y de tener en cuenta la fuerte relación que existe entre riesgos financieros y manejo macroeconómico. Pese a estos acuerdos, debo resaltar que en esta materia subsisten discrepancias acerca de las instituciones de alcance mundial que deberían tener a su cargo las responsabilidades correspondientes y al peso relativo que deben tener las acciones en este campo en relación con otras áreas igualmente decisivas.

Entre estas últimas se cuentan los mecanismos de consulta y de vigilancia de las políticas macroeconómicas de todos los países y de los movimientos de capital, especialmente durante los períodos de euforia financiera en los cuales se gestan las crisis. Estos mecanismos constituyen la base de instrumentos efectivos de alerta temprana y prevención de crisis, cuya importancia ha sido resaltada, con razón, durante los últimos años. Debo agregar que las propuestas para mejorar estos mecanismos deben estar acompañadas de una representación más adecuada de los países en desarrollo en los organismos correspondientes.

La provisión de financiamiento excepcional durante las crisis es el tercer pilar del sistema de prevención y manejo de crisis financieras. En esta materia, hemos aprendido a lo largo de la crisis que se requieren fondos en cantidades muy superiores a aquéllas con las cuales cuenta hoy el FMI, que estos fondos deben estar disponibles antes y no después de que las reservas internacionales alcancen niveles críticos y que, debido a los efectos de contagio, aun los países que no tienen desequilibrios macroeconómicos fundamentales pueden requerir financiamiento de contingencia durante las crisis internacionales. Pese a los avances que se han experimentado en este frente durante los dos últimos años, se ha hecho evidente que los periódicos aportes de las naciones industrializadas al FMI o a créditos de contingencia específicos son un mecanismo incierto de financiamiento. En estas condiciones, es necesario diseñar instrumentos mucho más confiables, en términos de su capacidad para responder con rapidez a las demandas adicionales de liquidez en épocas de crisis. El uso activo de los derechos especiales de giro con este propósito sería, sin duda, lo más apropiado. La creación de dichos derechos durante los períodos de crisis podría incluso acompañarse con su destrucción automática durante los períodos posteriores de recuperación, incorporando de esta manera un ingrediente anticíclico al manejo de la liquidez internacional. Esto permitiría, por lo demás, hacer un uso más activo de los derechos especiales de giro en las finanzas internacionales, un tema de alto interés para los países en desarrollo.

El cuarto pilar de este sistema de prevención y manejo de crisis debe ser la creación de mecanismos que permitan suspender, en forma ordenada y con anuencia internacional, los pagos de la deuda externa en condiciones críticas, incluidos muy especialmente los pánicos financieros, y de manejar en forma igualmente concertada los problemas de sobreendeudamiento. Mecanismos de este tipo son esenciales, por lo demás, para distribuir en forma equitativa la carga del ajuste y evitar los problemas de “riesgo moral” que caracterizan la disponibilidad de financiamiento excepcional durante las crisis.

## 2.2 Financiamiento para el desarrollo

En el frente del financiamiento para el desarrollo, las tareas fundamentales son de tres tipos. La primera y principal es el quiebre en las tendencias adversas que ha tenido la ayuda para el desarrollo de origen bilateral, que ha venido experimentando una caída continua, desde el 0.35% del PIB de los países industrializados a mediados de la década de los ochenta a 0.22% en 1998. Estos recursos constituyen la única fuente de capital que tiene efectos redistributivos a nivel global, es decir, en que la participación de los países más pobres en los recursos recibidos excede su participación en la población mundial.

En segundo lugar, es necesario mantener un ritmo adecuado y estable de crecimiento del financiamiento multilateral. Este financiamiento es decisivo, no sólo para los países más pobres, sino también para países de ingreso medio, especialmente de tamaño más reducido, que no tienen el mismo acceso a los flujos privados. Es, además, importante, como se ha reconocido en los últimos años, para apoyar las redes de protección social durante las crisis y paliar, de esta manera, los elevados e incluso crecientes costos sociales que parecen caracterizar las crisis contemporáneas.

Dada su magnitud relativa, la capacidad efectiva del financiamiento para el desarrollo de servir como instrumento anticíclico a nivel internacional es, sin embargo, limitada. No obstante, y ésta es la tercera tarea que quisiera resaltar, el financiamiento para el desarrollo de carácter multilateral puede servir de instrumento para promover el acceso de países más pobres o de pequeño tamaño a los mercados privados de capitales. De esta manera, podrían servir para mejorar la distribución de los flujos privados, que han tendido a concentrarse en la década de los noventa en unas pocas economías “emergentes”.

## 2.3 Las reglas de acceso a los recursos multilaterales

Durante la crisis reciente, uno de los elementos más polémicos del financiamiento multilateral, tanto de emergencia como aquel proveniente de la banca de desarrollo, han sido las reglas de acceso a dichos recursos. En el caso del FMI, este tema se ha tornado crecientemente polémico, ya que el alcance de la condicionalidad se ha ido extendiendo hacia temas relacionados con las estrategias e instituciones de desarrollo económico y social que, como lo señalara un informe de las Naciones Unidas, "por su misma naturaleza, deben ser determinados por las autoridades nacionales legítimas, sobre la base de un amplio consenso social". Por este motivo, la ampliación de las actividades del FMI en la provisión de recursos excepcionales, así como en el diseño de mecanismos de consulta de políticas macroeconómicas y de prevención de crisis, debe estar acompañada por un nuevo consenso acerca del alcance de la condicionalidad.

¿Qué tan efectiva es la condicionalidad? Sobre esta materia, un estudio publicado por el Banco Mundial a comienzos de este año sobre los resultados de sus programas de ajuste estructural, de acuerdo con su propia evaluación de éxito o fracaso, mostró que la condicionalidad no influye en este resultado. Esto no quiere decir que las políticas económicas no tengan ninguna incidencia. Lo que interesa, en términos que se han hecho familiares en las discusiones sobre estos temas, es la “propiedad” de las políticas, es decir, el compromiso de las autoridades nacionales con políticas adecuadas así como el desarrollo institucional de carácter nacional que lo respalda, ninguno de los cuales puede ser impuesto. En palabras del propio Presidente del Banco Mundial, “debemos recordar siempre que corresponde a los gobiernos y a sus pueblos decidir cuáles deben ser sus prioridades. Debemos recordar siempre que no podemos ni debemos imponer el desarrollo por decreto desde arriba o desde el exterior”.

El alcance de este tema va mucho más allá de la esfera económica. Tiene que ver con los objetivos más amplios de la democracia a escala mundial. No tiene sentido, en efecto, promover la democracia a nivel mundial, si los procesos políticos representativos y participativos a nivel nacional no van a tener ninguna posibilidad de terminar de determinar las estrategias de desarrollo

económico y social, incluida la mezcla particular de políticas a través de las cuales cada país garantiza su estabilidad macroeconómica. Ninguno de estos resultados se logrará, y además carecerá de sostenibilidad política, si las instituciones y las agencias de ayuda internacional se apropian de esta función.

## **2.4 El papel de las instituciones regionales**

La coyuntura actual brinda, por otra parte, una valiosa oportunidad para pensar en el papel que pueden desempeñar las instituciones financieras de carácter regional y subregional. La discusión actual ha hecho evidente que ciertos “bienes públicos” y servicios proporcionados por instituciones financieras internacionales han venido siendo suministrados en forma subóptima. Sin embargo, sería erróneo concluir de ello que la oferta adicional de estos bienes públicos o servicios debe provenir exclusivamente de unas pocas instituciones internacionales. Por el contrario, la estructura requerida debe ser pensada en algunos casos como una red de instituciones y, en otros, como un conjunto de organizaciones que los suministran en forma competitiva. Un modelo de esta naturaleza debe reconocer, además, que la globalización actual es también un proceso de regionalismo abierto, donde las instituciones de carácter regional y subregional deben desempeñar, por lo tanto, un papel cada vez más importante.

Esto implica que el Fondo Monetario Internacional debería ser pensado hacia el futuro, no como una institución única, sino como la cabeza de una red de bancos de reserva regionales y subregionales. Un modelo de esta naturaleza debería prevalecer también para los mecanismos de consulta y vigilancia de las políticas macroeconómicas, así como para la coordinación y supervisión de los sistemas nacionales de regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros, en este último caso bajo una red cuya cabeza podría ser el Comité de Basilea del Banco de Pagos Internacionales e instituciones similares. En el caso de la banca de desarrollo, se debe promover aún más el sistema actual, en el cual la institución correspondiente, de carácter mundial, compite con organismos regionales y subregionales. De hecho, las instituciones regionales pueden proporcionar algunos servicios en forma más eficiente que aquéllas de carácter mundial. Por ejemplo, podrían sustituir en el largo plazo a las instituciones mundiales en el suministro de financiamiento excepcional para las economías más pequeñas, proporcionar mecanismos de consulta macroeconómica entre países vecinos y, en el caso de los bancos de desarrollo, proporcionar instrumentos para diversificar adecuadamente el riesgo percibido por los mercados financieros.

Un sistema de esta naturaleza, apoyado en múltiples organizaciones regionales y subregionales de todo tipo, no sólo contribuiría a la estabilidad económica internacional, sino también a la creación de una situación más equitativa en términos de relaciones económicas internacionales. Por lo tanto, América Latina y el Caribe deben apostar por el fortalecimiento de los organismos regionales y subregionales existentes y por su complementación con nuevos mecanismos de cooperación financiera regional y subregional.

## **2.5 Los espacios de la autonomía nacional**

El mundo que podemos visualizar hacia el futuro en materia de organización económica internacional seguirá siendo uno en el cual los países mantendrán un grado importante de autonomía en varias áreas económicas y donde la red institucional seguirá siendo mucho más fragmentada a nivel internacional que a nivel nacional. En este contexto, los países en desarrollo deben seguir manteniendo la autonomía en varias áreas, pero especialmente en dos que son críticas para el manejo de las crisis: el manejo de las regulaciones de los flujos de capitales y el régimen cambiario. Esto implica, por lo demás, que, hoy por hoy, no existen soluciones únicas a los retos que representa la actual arquitectura financiera y que cada país debe mantener, por lo tanto, la libertad para elegir el régimen regulatorio y cambiario que considere más apropiado, dados su tradición y sus objetivos de manejo macroeconómico.

Las razones que justifican esta posición son de dos tipos. En primer lugar, los fenómenos de “volatilidad” y “contagio” han hecho evidente que en los países en desarrollo el mercado internacional de capitales no suaviza sino, antes bien, acentúa los ciclos macroeconómicos. No hay, además, evidencia firme que indique que una mayor liberalización de capitales esté asociada con mayores ritmos de crecimiento económico. Una forma simple de postular este punto de vista es que, aunque la mayor libertad de capitales, a través de sus efectos sobre la asignación de recursos de ahorro e inversión, puede tener efectos positivos sobre el crecimiento, su volatilidad adicional asociada tiene el efecto opuesto.

En segundo lugar, los países en desarrollo no pueden ni deben renunciar a la autonomía en estas áreas mientras exista una “red de seguridad financiera” incompleta a nivel internacional. En otras palabras, la renuncia a la autonomía en estas áreas es costosa y, por lo tanto, debe estar claramente precedida por el diseño de sistemas adecuados de financiamiento de contingencia e incluso por el desarrollo de un verdadero prestamista de última instancia, que hoy por hoy es una posibilidad lejana en el tiempo. Debe estar precedida, además, por la redefinición de las reglas de acceso a los recursos de contingencia, por el diseño de mejores sistemas de regulación y supervisión prudencial, y de sistemas adecuados para manejar, dentro de reglas internacionales preestablecidas, los problemas de sobreendeudamiento. Pretender que la libertad de capitales, aun con mecanismos de salvaguardia definidos multilateralmente, sea el punto de partida y no el punto de llegada en la definición del nuevo orden financiero internacional, es pretender que las paredes sean construidas antes que los cimientos, lo cual seguramente no le dará la estabilidad adecuada al edificio que se construya cuando sobrevengan los temblores. Más aún, es pretender que la concesión más importante que deben hacer los países en desarrollo a la arquitectura financiera del futuro, la renuncia a la autonomía en estas áreas, se haga antes de las concesiones que deben hacer los países industrializados, que es proporcionar los recursos y las reglas que hagan posible la estabilidad del edificio.

### 3. El peligro de la complacencia

**Rubens Ricupero,  
Secretario General de la UNCTAD**

Agradezco mucho la invitación que me ha dirigido mi querida amiga la Sra. Canciller de México, la Embajadora Rosario Green, y si me permiten les voy a contar un pequeño secreto. Si hay una persona a quien debo agradecer estar hoy como Secretario General de la UNCTAD es justamente a Rosario Green, porque cuando trabajaba en Nueva York, fue ella la persona a quien el antiguo Secretario General Boutros Boutros Ghali, le encargó sondear la posibilidad de que yo trabajara con las Naciones Unidas. Así que para bien o para mal, es su responsabilidad que yo ahora les pueda decir algunas palabras sobre el tema desde la perspectiva de la UNCTAD.

No les voy a hablar de los aspectos técnicos de la actitud financiera porque sé que mi amigo José Antonio Ocampo, Nitin Desai, Jan Kregel de la UNCTAD y otras personas van a tratar esos aspectos con mayor competencia que yo. Pero quiero solamente poner énfasis en un aspecto que me parece absolutamente central. Me temo mucho que la situación está hoy menos grave de lo que estuvo, digamos, hace diez meses atrás. Hay un peligro real de complacencia y una vez más un riesgo de que posterguemos lo que se debería hacer para solucionar el problema.

Una vez tuve la ocasión de escuchar a Fred Bergsten, Director del Institute of International Economics en Washington, que muchos de ustedes conocen, que decía que había una nueva expresión que se está utilizando en Estados Unidos. El hablaba de la “crisis óptima”. ¿Cómo puede ser óptima una crisis? Él se refirió a una crisis financiera que es suficientemente grave y puede obligar al país más poderoso de la tierra, los Estados Unidos, a tomar alguna medida concreta, pero que no sea tan grave y tan destructiva que esa acción resultara ya demasiado tardía.

Creo que ese punto óptimo de las crisis nosotros casi lo hemos alcanzado a finales de septiembre, cuando después del colapso ruso y a la luz de lo que ocurrió con el problema del “Long Term Capital Management Fund”, hubo un temor real que las crisis pudieran afectar los mercados financieros americanos. Ustedes habrán de recordar que en ese momento el señor Alan Greenspan declaró en un discurso que en sus cincuenta años de observar la economía americana jamás había visto una cosa parecida, lo que él llamo la desaparición de la liquidez.

Pero sucede que como resultado de la acción que tomó en ese momento, y después de las dos bajas seguidas en las tasas de interés, hubo una recuperación. Esa recuperación poco a poco se fue consolidando. Aún cuando luego la crisis afectó a Brasil, mi país, no ha revelado el mismo poder de destrucción que había tenido en otros sitios y un poco por el resultado de esos hechos, un poco por otros factores, creo que se ha venido consolidando la creencia que las crisis son ya una cosa del pasado. Yo también lo deseo como todos ustedes. Ojalá cuando nos reunamos en Bangkok, en febrero del año 2000, para realizar la X Reunión de la UNCTAD, la región se haya recuperado, pero será que esos deseos van a convertirse en realidad? Yo tengo algunas dudas.

Ustedes que son como yo, latinoamericanos, saben que en Latinoamérica nunca hemos logrado llegar a las tasas de crecimiento rápido que teníamos antes de 1982. Sabemos también que en muchos países de la región aún tenemos indicadores de pobreza y de indigencia que están por debajo de lo que teníamos antes de la crisis actual. También me permito señalar otro punto. La crisis que afectó a Asia, después se convirtió en crisis rusa, más tarde afectó a Brasil y hoy es una crisis que se encuentra en muchos países latinoamericanos. Puede ser que esta crisis esté terminando, como terminó la gripe española de 1918 y como terminó la peste negra. Todas las grandes aflicciones de la humanidad en un cierto tiempo se agotan, pero ¿será que hemos aprendido las lecciones que nos enseñó la crisis? ¿Será que hemos tomado las medidas, no sólo internas sino principalmente internacionales para evitar que ese problema se produzca de nuevo?

Realmente no sería muy optimista en ese sentido. Justamente esa es la reflexión que me vincula al comienzo de mis comentarios. El sentimiento de complacencia, el deseo muchas veces ideológico de mostrar que lo peor ya pasó, que estamos de vuelta a la normalidad, “back to business”. Todo eso puede llevarnos a pensar que a final de cuentas las cosas no eran tan graves, que no se necesitan de reformas tan profundas. Eso me preocupa porque, a mi juicio, eso es lo que tiende a dominar la reunión que se realizará a finales de este mes de septiembre en Washington, entre el Fondo Monetario y el Banco Mundial. Mucho me temo que una vez más las reformas sean reformas útiles pero más bien superficiales.

Por ejemplo, se requiere de más transparencia, mejor supervisión, un órgano permanente que permita a los países poder discutir sus problemas de reglamentación, de supervisión. Quizás sería más útil un mecanismo contingente, como el que quiere implementar el Fondo Monetario, pero que vaya al centro del problema, a la prevención de las crisis, a evitarlas y una vez que se hayan manifestado se administre adecuadamente. Para que no me acusen de ser demasiado pesimista en esta evaluación, déjenme que les lea algunos párrafos de un editorial del *Financial Times* del 26 de abril de este año, aparecido un poco después de la reunión de Ministros y de Gobernadores de los Bancos Centrales de los países miembros del Grupo de los Siete, celebrada en Londres. Ese editorial dice lo siguiente:

Que las manías, los pánicos y los colapsos pertenecen a la naturaleza misma de la bestia del mercado financiero, así lo dice textualmente “*the financial market beast*”. Y prosigue: en algún punto habrá otra crisis, la cuestión es saber si se ha aprendido algo de esta crisis después de analizar la falta de voluntad de hacer algo importante sobre la volatilidad financiera, porque el editorial coincidía con la causa principal de la crisis, es decir, que fue provocada por el comportamiento irresponsable de los inversionistas. El editorial agrega que el mensaje de la reunión del Grupo de los Siete será que cuando la próxima crisis aparezca en los países pobres, estos dependerán solamente de sí mismos. Los países ricos, dice la editorial, yo traduzco, no van a apoyar a sus bancos, se trata de instituciones demasiado poderosas, los intereses son muy profundos, el problema moral no va a desaparecer. Señala el editorial que los países de economías emergentes deberán tomar sus precauciones, y me parece que ese es un consejo muy apropiado para nosotros en América Latina.

No debe haber motivos perversos para proveer de flujos de capital de corto plazo que son más arriesgados. En lugar de ello se deberán contratar préstamos más deseables, es decir de largo plazo, inversiones directas y de portafolio, si es que el Occidente no va hacer nada para que sus bancos sean más seguros.

Los países en desarrollo no deben exponerse a la adquisición de flujos de capital de corto plazo por medio de límites en riesgos de corto término. Una alternativa sería poder vender el sector bancario a los extranjeros.

Me parece muy claro que ese editorial expresa una línea realista, una línea que, por un lado, reconoce que hay complacencia, que no va a lograr hacer mucho en términos de solución a los problemas. Por otro lado, también es realista decir que no se debe esperar mucho, ya que son los propios países los que deben protegerse de las perturbaciones financieras. Me parece que ese es el punto crucial y central. Si todos estamos de acuerdo que el problema de las crisis ha sido el comportamiento irresponsable de los inversionistas a corto plazo, y si no hay en términos mundiales una decisión de hacer algo para controlar esa volatilidad excesiva, entonces me parece que es una cuestión de la que no será posible que se escapen los países.

Corresponde a los países mismos que reciben esos capitales tomar sus medidas, medidas que no necesitan ser radicales. Tenemos los ejemplos de Colombia, Chile y otros países. Por ello se deberán de tomar las medidas más adecuadas para la supervisión y de control para evitar que se encuentren de nuevo en una posición de peligro.



Me permito terminar estas consideraciones para señalar que es muy apropiado que la Reunión de Alto Nivel se realice en México, país que ha sido escenario en 94 y 95, de una de esas manifestaciones de la volatilidad irresponsable de los capitales. En ese entonces, Michel Camdessus, en una conferencia que dictó en Lyon antes de la reunión del Grupo de los Siete, señaló a esta crisis como la primera del siglo XXI, y justamente por eso espero que de México pueda surgir alguna solución útil que permita centrar la atención sobre la necesidad de encontrar soluciones profundas, y si eso no se hace, que por lo menos se alerte a los países a que tomen sus medidas para protegerse de una futura crisis.

## 4. The financing for development process

**Ian Kinniburgh,**  
**Director, Development Policy Analysis Division,**  
**Departamento de Asuntos Económicos y Sociales, Naciones Unidas**

We naturally share the view of previous speakers about the importance and timeliness of this Meeting. For some individuals and in some parts of the world, it is easy to forget the financial turbulence of 1997 and the near-meltdown only a year ago. In these cases, there is a danger of complacency setting in. However, as Ambassador Green has just said, the problem is far from being solved and, as Executive Secretary Ocampo said, financial markets are far from being normalized. Therefore now is the time to ensure that we are adequately prepared to deal with the next crisis. Some progress has been made, but there is concern that it is insufficient or inappropriate. The first part of this Meeting should make a contribution to remedying that.

Moreover, for many, the most recent crisis is not over: economies remain in recession and, even where there is recovery, many of the devastating social and human consequences persist—and will continue to do so for some time. Preparations for the next crisis must not be restricted to the financial domain but must address these equally profound but longer-lasting human consequences. This makes the second part of the Meeting—on social development in the context of financial globalization—equally pertinent.

Rather than repeat what has already been said or anticipate future speakers, I should like to take this opportunity to draw your attention to a proposed event at the United Nations that we hope will contribute to the new strengthening of international financial cooperation that we all seek. I am referring to the preparations for a high-level meeting on financing for development that the General Assembly has decided should take place in 2001.

Developments in the 1990s and particularly the events of the past two years have raised many important new questions pertaining to financing for development. These relate not only to “the international architecture”, but include the nature of the domestic financial sector, the role of international private financial flows, the volume and conditions of official development assistance and a host of other issues. The view from the United Nations is that, following on from the global UN conferences and the new consensus on development that they spawned, the time has come to look at development through the perspective of finance.

The United Nations—as a global political body—has a unique capacity to undertake this task. No other international forum is equipped to provide the necessary holistic approach to the wide range of issues arising from increased financial interdependence. No other forum is as well suited to bring principles pertaining to human needs to bear on financial matters. No other forum has the political authority at the global level to provide legitimacy to such an undertaking. And, last but not least, no other intergovernmental forum is as open and participatory.

Agreement has been reached among the Members of the General Assembly that the high-level intergovernmental event of Financing for Development in 2001 should have five substantive pillars:

Domestic financial resources;

International (private) resources, including trade, foreign direct investment and other private flows;

International financial cooperation for development, including official development assistance and debt relief;

Issues pertaining to the international monetary, financial and trading systems;

The special needs of certain groups of countries, including the least developed countries, small island developing states and landlocked countries.

We hope that the outcome of the meeting in 2001 will be a new level of international understanding on these issues. This is not to suggest that we expect detailed agreements on these matters to be reached at the United Nations. In most instances, there are specialized international organizations with responsibility for the technical issues involved. The task of governments at the United Nations is —as I have alluded above— to provide political leadership and guidance —to give a vision— to these other bodies.

For this reason, there is an explicit appreciation that the 2001 meeting must be a collaborative effort. At the national level, it must involve ministries of both foreign affairs and finance, as well as others such as commerce and development. At the international level, the United Nations must work with the Bretton Woods institutions and others. But it is also universally recognized that the 2001 event should be a broad and inclusive forum, with the active participation of both the private sector, particularly the financial community, and non-governmental organizations.

Beyond these general principles, much remains to be decided. The definition of the scope of the event has to be translated into a more specific agreed agenda. The level of participation and the precise nature of the event have not been agreed and —just in case I can tempt some of you— we do not yet have a venue for this important gathering.

Such technicalities aside, I hope that our discussions here over the next few days will feed into the financing for development process, as well as enrich the debate on global financial issues in this year's General Assembly that is due to start next week. Even more importantly, however, I hope the United Nations can count on the full and active support of all of you for the event in 2001. We believe it provides an important opportunity for developing countries and we should ensure that we make the most of it.



## **II. Algunas ponencias presentadas**

---

### **1. Avances y desafíos de una nueva arquitectura financiera internacional**

**Antonio Casas González,  
Presidente del Banco Central de Venezuela y  
Ex Presidente del Grupo de los 24**

Es un placer dirigirme a este selecto grupo de especialistas en materia económica y financiera internacional para tratar un tema de tanta actualidad como es el de los avances y desafíos de una nueva arquitectura financiera internacional y la reforma correspondiente.

Como todos sabemos, la economía mundial ha evolucionado en la última década de manera inestable, con altos y bajos e incluso con crecimientos negativos para grupos de países. Cuando se creía que la economía mundial se perfilaba por un sendero de crecimiento sostenido, producto, en gran medida, del modelo de apertura de las economías en desarrollo, se produjo el advenimiento de la crisis del sudeste asiático y la rusa en 1997 y, más recientemente, la brasileña, todas ellas con efectos sistémicos de gran significación. Estas crisis han presentado características muy similares a las que concurren en el problema mexicano de 1994-1995.

Todas ellas hicieron estremecer no sólo a los países afectados en forma directa, sino también a algunas naciones más desarrolladas y a los organismos financieros internacionales. Esto ha puesto en evidencia que los problemas financieros de nuestros tiempos no son sólo de origen interno y regional, sino que se transmiten entre países, a veces muy distantes geográficamente, dada la interconexión de los mercados y la velocidad de las comunicaciones y que hasta los países desarrollados se encuentran en peligro de contagio. Además, con respecto a los organismos internacionales, se ha puesto en tela de juicio su capacidad y efectividad para atender las crisis. Por esto han sido muchas las voces que han alertado acerca de la conveniencia de que dichas instituciones dispongan de mayores recursos y realicen desembolsos más rápidos para atender las situaciones que se puedan presentar. Otras también, advierten acerca de la incapacidad de estos entes multilaterales de enfrentar los problemas, y claman por su disolución o por su profunda reestructuración.

Lo cierto es que hasta países que fueron considerados exitosos, como el caso de los "tigres asiáticos", se convirtieron en vulnerables, prácticamente dejando al mundo en desarrollo sin ejemplos claros a seguir. Las crisis de nuestros días han terminado por hacer evidente la gran carencia de información sobre la verdadera realidad de las economías. Aunque es verdad que una de las lecciones aprendidas de las épocas de crisis es la necesidad de aplicar buenas políticas económicas, también lo es que eso no basta para que los países no se vean afectados: es necesario que las políticas sean creíbles para los mercados y aun así, no existe garantía de evitar el contagio. Si los mercados no discriminan entre las características de las economías de los distintos países, todas están expuestas a los problemas.

En tal sentido, para que no se dé por sobreentendido y para que sea más fácil buscar soluciones, hay que enfatizar que parte del peligro proviene de los considerables efectos negativos impuestos a la economía por la volatilidad y reversibilidad de los flujos de capital de corto plazo, los cuales pueden exceder a sus beneficios, al menos durante algunos períodos. Por eso la destrucción de la confianza y capacidad productiva, en términos de inversión, empleo y producto, revisten tal importancia, como en el caso de Indonesia, que podríamos hablar de pérdida neta de desarrollo. Dicho peligro tiene su expresión precisamente en el incremento exponencial de las corrientes de ese tipo de capital, las cuales están básicamente constituidas por flujos de portafolio, canalizados mediante inversionistas institucionales y fondos de cobertura de riesgos. Los mismos operan esencialmente con derivados ("futuros", "swaps", "opciones", "forwards" y otros), aun cuando es necesario igualmente considerar los préstamos bancarios de corto plazo.

Obviando la descripción de las ventajas que se consiguen con la liberalización financiera y su profundización, que son de conocimiento de todos nosotros, es necesario destacar, asimismo, que tales liberalización y profundización deseadas, se dan en un contexto de información asimétrica, puesto que las mismas resultan costosas y difíciles de evaluar. Además, porque algunos aspectos relevantes de esa información, referidos por ejemplo, a la evolución de las cuentas fiscales y a decisiones futuras de política fiscal, monetaria y cambiaria, están basados en suposiciones y conjeturas de los analistas financieros. A dicho problema de falta de transparencia, se le añade el de la inmadurez institucional y la debilidad de los mecanismos de regulación y supervisión de los sistemas financieros.

En ese ambiente incierto e incompleto se promueve con cierta facilidad un efecto imitación que determina intempestivas salidas de capitales cuando se siguen las decisiones de cartera de los inversionistas considerados líderes. Cuando ese efecto acontece, se desecha la importancia de la seriedad de las autoridades del país anfitrión en la instrumentación de políticas macroeconómicas estables y consistentes, sin que existan muchas veces tasas de interés congruentes con la expectativa de riesgo, aparte de que su aumento de nivel puede terminar afectando al sistema bancario y a toda la economía real. De aquí a la transmisión del problema a economías con características e indicadores de riesgo similares, hay sólo un paso, para que se produzca el efecto contagio. Al final

es la estrategia de toma de ganancias y moderación del riesgo implícito en la diversificación de cartera, la que genera el escenario de crisis sistémica. Es esta la radiografía de las mencionadas crisis mexicana, asiática, rusa, brasileña y la más recientemente, ecuatoriana. Mi propio país, Venezuela, no escapó a esta secuencia durante la crisis bancaria de 1994-95.

El hecho es que a causa de estas características, los problemas actuales vienen aparejados a la globalización, por lo que es necesaria una reacción, igualmente internacional en muchos de sus aspectos. Esto nos lleva a la necesidad de apoyar la reforma, adoptando, a la vez, políticas internas que favorezcan la estabilidad y la inversión de largo plazo en nuestros países.

A nuestro entender, entonces, la reforma financiera internacional alude a la introducción de un paquete de medidas concertadas por la comunidad global tendientes en primer lugar a fortalecer el desempeño de los intermediarios financieros mediante una regulación y supervisión más rigurosa, que incluya la estricta observancia de los principios expuestos por el Comité de Basilea. Esto comprende la unificación y transparencia en la presentación de los balances, las suficiencias de capital y la ponderación de riesgos de los activos, al igual que el desarrollo de sistemas adecuados para la administración de riesgos en las instituciones privadas, lo cual supone el fortalecimiento de fondos de cobertura y garantía de depósitos.

La exigencia con relación a las normas de Basilea en materia de regulación y supervisión bancarias está referida a la supresión de las brechas en la aplicación de dichas normas por parte de países receptores. El incumplimiento de estos requisitos debería acarrear sanciones por parte del Banco de Pagos Internacionales (BIS) bajo la forma del anuncio a la comunidad internacional de tal irregularidad o de un mayor costo de la asistencia financiera en los casos que sea requerida.

El desarrollo de sistemas adecuados de administración de riesgos no debe limitarse tan sólo a las instituciones receptoras de fondos en los mercados emergentes. Parte de la oposición política que se observó localmente contra los paquetes de asistencia financiera a México y a los países asiáticos estaba vinculada al hecho de que fueron consideradas como operaciones de salvamento para garantizar los retornos de inversiones de portafolio, netamente especulativas, protegiéndolas del riesgo inherente a toda inversión, y en detrimento de la posición financiera neta internacional del país. De esta manera, de acuerdo con esa percepción, se compraba la tranquilidad económico-política en los países acreedores teniendo por contrapartida el mayor endeudamiento de los países receptores de capital sin su correlato en inversión productiva.

La superación de esta percepción es posible si se comparte la responsabilidad de las autoridades de los países emisores y los receptores en materia de regulación y supervisión. De esta manera, cabe sugerir la introducción en los países sede, de alguna clase de requisito de encaje sobre exposición a riesgos a los inversionistas institucionales, el cual podría relacionarse con la concentración de cartera. Con la finalidad de no incrementar sustancialmente los costos del capital, este requisito podría ser colocado en cuentas remuneradas en la banca comercial. Esta medida, obviamente contribuiría a desalentar las salidas excesivas de flujos de portafolio hacia los mercados emergentes, minimizando el riesgo de conflicto en los países exportadores de capital.

En segundo lugar, el diseño de estándares estadísticos a objeto de reflejar de manera adecuada la situación económica y financiera de los países a nivel macroeconómico, en adición a la señalada para las empresas, y el adelanto de esfuerzos más intensos para el diseño e instrumentación de códigos de conducta en materia fiscal, financiera, monetaria, comercial y de política social. La evaluación de “indicadores de alarma temprana” para llamar la atención oportunamente sobre potenciales problemas, debe formar parte de este esfuerzo, a objeto de que tenga sentido la realización del trabajo de atención y prevención de crisis. Su seguimiento podría acontecer en el contexto de la evolución macroeconómica vinculada al Artículo IV del Acta Constitutiva del FMI. Entre otros, se podría mencionar la relación déficit en cuenta corriente a PIB; reservas internacionales a deuda externa de corto plazo; M2 a reservas internacionales; flujos netos de capitales de corto plazo a PIB; términos de intercambio y relaciones de arbitraje de tasas de interés.

En tercer lugar, la estabilidad financiera internacional debe estar basada no sólo en la búsqueda de la estabilidad de los flujos de capitales, sino también de los flujos derivados del comercio de bienes y servicios. En el caso de muchos países medianos y pequeños cuya fuente principal de obtención de divisas proviene del comercio, más aún si son monoexportadores o cuasi monoexportadores, resulta clave la estabilidad del comercio internacional. Nada o muy poco podrá avanzarse de manera sólida si no se le presta igual atención a los flujos comerciales pues su alteración repercutirá inmediatamente sobre la estabilidad monetaria y financiera internacional. La labor de la OMC en términos de la búsqueda de la estabilidad del comercio resulta clave en un nuevo orden internacional, y su relación, coordinación y complementación con los organismos financieros multilaterales como el FMI resulta obligatoria en el logro de la estabilidad mundial.

En cuarto lugar, un elemento central a la reforma financiera internacional se relaciona con la necesidad de proveer liquidez suficiente y oportuna en los casos de crisis asociadas con masivas salidas de capital. La experiencia en el manejo de las crisis económicas de los últimos años revela las limitaciones del Fondo Monetario Internacional para actuar mediante su exclusivo concurso en la provisión de recursos que contengan la emergencia. Ello es así no sólo por la cuantía de los recursos involucrados sino también por la maduración política que requieren los acuerdos, es decir, la condicionalidad, antes de que comiencen los desembolsos.

Ciertamente se observa una creciente preocupación internacional por la constitución de un prestamista de última instancia y se discute la posibilidad de erigir un nuevo organismo dedicado a esta función. Sin embargo, podrían establecerse algunas modificaciones en la arquitectura jurídica que rige a los organismos financieros del sistema de Bretton Woods (FMI y Banco Mundial), aún a escala regional (Banco Interamericano de Desarrollo, en el caso latinoamericano), o incorporando instituciones propias a las regiones (el Fondo Latinoamericano de Reservas, por ejemplo), para favorecer la rápida concertación de paquetes financieros. En estos casos, y cabalgando sobre la urgencia, la condicionalidad podría sustituirse por medidas de supervisión propias de un "programa sombra" acompañado de mayores tasas de interés.

La observación sobre la condicionalidad igualmente está vinculada a problemas conceptuales, teóricos, acerca de la tipificación de la crisis. Los programas de asistencia financiera del FMI se formularon para proveer recursos en situaciones de crisis de balanza de pagos originadas en excesos de gasto interno. Sin embargo, hemos visto que economías con trayectorias estables en sus resultados fiscales y/o, en general, con fundamentos consistentes con el objetivo de equilibrio interno-externo, pueden experimentar salidas de capitales en circunstancias en las que la evolución del gasto interno y su financiamiento no vislumbran riesgos potenciales de modificación del régimen cambiario. En estos casos, el requisito de condicionalidad podría retardar la operación de rescate concediendo margen para la expansión de la crisis (efecto contagio).

Ahora bien, la figura del prestamista de última instancia trae consigo problemas de adecuación en la adopción de medidas a la nueva arquitectura financiera internacional en materia de regulación y seguimiento. Tal situación de adecuación nos señala que la posibilidad del auxilio inmediato puede conceder margen a los gobiernos para flexibilizar la regulación y supervisión del sistema financiero soslayando las señales de los indicadores de alerta, u obviándolos deliberadamente en función de objetivos políticos de corto plazo. En consecuencia, si se tratase de construir un esquema urgente de asistencia financiera, mientras se diseña la condicionalidad pertinente, el uso de la tasa de interés o de la negativa a la concesión de los préstamos podría desestimular situaciones de "moral hazard" por parte de las autoridades locales.

Todos estos esfuerzos pueden ser signados por una actitud más proactiva, proponente y organizada por parte de los países en desarrollo, la cual muy bien pudiera canalizarse a través del Grupo de los Veinticuatro (G-24), el cual, si bien recogería las inquietudes de los países en desarrollo como un todo, también reconocería las necesidades individuales de cada región o subgrupo de países. Una nueva arquitectura financiera que funcione eficientemente se construye



sobre la base de la participación activa de todos los países. No se puede asumir la posición de ser simples receptores de las propuestas de los países industrializados: es necesario organizarse adecuadamente para poder influir en la toma de decisiones acerca de la nueva arquitectura financiera internacional, donde todos los países estemos representados por igual y buscando los beneficios derivados de la globalización. Capacidades existen, simplemente es necesario ponerlas al servicio de la estabilidad y el crecimiento mundial, donde los países en desarrollo se proyecten y expresen sólidamente sus intereses.

El acercamiento entre los grupos del G-7 y el G-24 para tratar temas de mutuo interés debe ser profundizado. Mi país se siente orgulloso de la responsabilidad que le otorgara el Grupo de los 24 para impulsar las relaciones técnicas con las naciones del G-7, pero pensamos también que este acercamiento debe darse también a nivel político. De lo contrario no existirá claridad en los logros que pueden alcanzarse. Para ello, el esfuerzo de las naciones en desarrollo deber ser organizado y no excluyente, a diferencia de grupos como el G-15 y el G-22, con lo cual lo que se ha hecho es dividir a los países en desarrollo antes que unirlos. Se trata, como lo planteamos al interior del G-24, de constituir grupos regionales cuyos miembros sean capaces de discutir sus necesidades y proponer acciones.

La necesidad de concretar acciones para involucrar al sector privado en la resolución y prevención de crisis resulta igualmente clave y para lo cual cada parte debe asumir su costo. Complementariamente, se hace indispensable estudiar nuevas y más efectivas fórmulas para moderar las reacciones de los agentes participantes en los mercados, especialmente aquellos que actúan en los mercados bursátiles, todo ello con el objeto de limitar los efectos adversos sobre otras economías. La recomendación, además, va dirigida a la cooperación del sector privado con el público, sobre la base de apoyar programas de reforma económica que fortalezcan la credibilidad de los países y aceptar propuestas que minimicen el riesgo moral mediante la distribución de los costos de la crisis ("*bail in*").

Un ejemplo de esta clase de propuesta parece estar empezando a plasmarse en el caso de la eventual ayuda financiera del FMI a Ecuador. Según información de prensa, el organismo multilateral estaría condicionando la ayuda a que los inversionistas privados compartan la carga, mediante el "aseguramiento financiero ordenado" por parte de estos últimos, en adición a las reformas fiscales y bancarias usuales. De esta forma, tal acuerdo cooperativo entre sectores público y privado le permitiría a ese país enfrentar el servicio de intereses de sus Bonos Brady y limitaría el riesgo moral que surge cuando los países y los inversionistas actúan poco responsablemente, sabiendo que el FMI acudirá al salvamento.

En cuanto a iniciativas soberanas, algunos países, afectados por estas crisis o que potencialmente pudieran ver comprometida su estabilidad económica por el surgimiento de nuevas crisis financieras, han adoptado algunas medidas de contingencia. Tal es el caso de Argentina con las Líneas de Crédito Contingente, establecidas en diciembre de 1996 con 14 bancos privados, por US\$ 6.200 millones en bonos del gobierno, denominados en dólares y hasta US\$ 500 millones en letras hipotecarias argentinas, también denominadas en dólares. La finalidad de estas líneas de crédito es proveer liquidez de emergencia como alternativa al sistema de prestamista de última instancia de la banca central tradicional.

En el caso de México, como respuesta a la crisis de 1994-95 y a la incertidumbre que la falta de transparencia de información provocó en el comportamiento de los inversionistas, las autoridades mexicanas establecieron una Oficina de Relaciones con la Comunidad de Inversionistas. En 1996, esta oficina empezó a publicar reportes trimestrales estadísticos para esta comunidad, aparte de teleconferencias con analistas e inversionistas vinculados a la elaboración de estos informes. Estos esfuerzos han ayudado a que los participantes del mercado diferencien a México de otros países latinoamericanos, minimizando el efecto contagio sobre esta nación.

Otro ejemplo que se puede citar, en este caso referido a Venezuela, es el de la creación del Fondo de Estabilización Macroeconómica, cuyo objetivo es procurar disminuir la volatilidad del gasto público, asociado a la exportación petrolera.

Los países en desarrollo tienen el reto de mantener y profundizar sus esfuerzos de reformas estructurales y políticas económicas adecuadas, combinadas con estabilidad política y búsqueda de un equilibrio social básico; mientras que los países desarrollados, están llamados a generar un ambiente estable y de estímulo al intercambio comercial y de corrientes financieras hacia los centros de desarrollo.

Esto sólo es posible si la comunidad internacional como un todo trabaja mancomunadamente, entendiéndose que el proceso de globalización debe beneficiar a todos y no a unos cuantos. La idea debe ser maximizar las ganancias y minimizar los costos de todas las partes involucradas. De lo contrario, la evolución del mundo pudiera llevar a estadios de proteccionismo no deseados y en gran medida ya superados por creer que el proceso de globalización puede conducir a muchos mayores costos que beneficios, con los riesgos de aislamiento económico que pudieran derivarse de estas decisiones.

Lo señalado anteriormente, fue expresado por el Señor Director Gerente del Fondo Monetario Internacional, Michel Camdessus, cuando precisó que la estabilidad monetaria y financiera internacional posee la característica de un "bien público global". Si el sistema monetario y financiero internacional funciona mal, todos sufriremos, pero si lo hace adecuadamente, todos tendremos la oportunidad de beneficiarnos.

## 2. Consideraciones sobre la prevención de crisis cambiarias

**Nicolás Eyzaguirre,  
Director Ejecutivo,  
Fondo Monetario Internacional (FMI)**

La prevención es, sin duda, el área más importante en la tarea de evitar la recurrencia de las crisis de balanza de pagos. Sin embargo, la tarea preventiva se ha tornado cada vez más compleja, entre otros, por los siguientes factores:

En primer lugar, los elementos que gatillan la ocurrencia de las crisis tienden a evolucionar o "mutar" en el tiempo. Así, por ejemplo, mientras los déficits en la cuenta corriente fueron el factor más comúnmente asociado con la posible ocurrencia de crisis en los pagos externos, la experiencia reciente muestra que dichas crisis pueden ser gatilladas por otros desequilibrios macro aún bajo balances corrientes adecuados, i.e. Rusia. Todavía más, los casos de Corea del Sur e Indonesia demostraron que fragilidades en el sistema financiero, por sí mismas, pueden ocasionar severos ataques contra las monedas todavía en ausencia de desequilibrios de importancia en la cuenta corriente y el presupuesto público.

En segundo lugar, las corrientes de capital internacional continúan exhibiendo marcados ciclos de euforia y pánico. En la euforia no sólo las economías emergentes más sólidas reciben influjos de capitales sino, y en medida importante, muchas otras con fragilidades relativamente severas. Las economías que exhiben altas tasas de crecimiento comúnmente son "inundadas" de capital en los momentos de euforia, bastante en exceso de lo que dichas economías pueden absorber sin engendrar vulnerabilidades. Cuando los eventos producen el cese de la euforia y comienza el pánico, los capitales se retiran masivamente y las crisis se contagian de un país a otro, con relativa independencia de la calidad de los fundamentales en cada economía. Así, la prevención de crisis requiere estar alertas no sólo de las condiciones de cada economía, sino también de la fragilidad potencial de otros receptores de recursos y de la sustentabilidad de las corrientes de capital que están tomando lugar a nivel global.

En tercer lugar, los ciclos financieros están fuertemente ligados a las posiciones cíclicas de las economías industriales y, en particular, a la intensidad de uso de la política monetaria —en el actual ambiente de tipos de cambio flexibles— como factor anticíclico. Así, por ejemplo, algunos han vinculado la exhuberancia de los flujos de capital durante los noventa a la expansión monetaria que siguió al "crash" de la bolsa de los Estados Unidos en 1987 y a la expansión monetaria en Japón tras el estallido de la burbuja financiera a fines de los años ochenta. Dicha orientación monetaria fue adecuada desde el punto de vista de los intereses domésticos de ambas economías, pero peligrosa desde el ángulo sistémico y de los receptores de capital. Dado que los intereses domésticos de los países con moneda de reserva continuarán primando por sobre eventuales consideraciones sobre su impacto en el exterior, en el futuro previsible es menester incorporar este elemento en la evaluación de las potenciales vulnerabilidades de las economías receptoras de recursos.

En el presente contexto de globalización financiera y sistemas financieros domésticos desregulados, el preservar la estabilidad de los balances de pagos está crecientemente vinculado a la fortaleza de las hojas de balance más, que solamente a la magnitud de los flujos. Indicadores tradicionales como el déficit en cuenta corriente o el balance fiscal representan sólo una medida del flujo adicional de deuda externa o pública que debe ser colocado en cierto período. Sin duda que cuanto mayores dichos flujos, mayor es la probabilidad de que los tenedores de títulos decidan deshacerse de los mismos, precipitando una crisis. Pero la huida desde títulos domésticos de deuda pública y desde títulos emitidos por residentes en moneda extranjera puede ser gatillada por muchos

otros factores, aun si los flujos adicionales de títulos para cubrir necesidades financieras bajo circunstancias normales son limitados. Factores como incertidumbre política significativa, intenciones de repudio de las obligaciones, posibilidades de quiebras de instituciones financieras domésticas o simple contagio motivado por el quiebre de otras economías percibidas similares o vinculadas por los inversionistas, pueden producir una huida desde los títulos ya emitidos.

Puede notarse que una crisis que lleve a los inversionistas a deshacerse de títulos fiscales no causa, por sí misma, una crisis en el balance de pagos. Ello ocurrirá sólo si ello motiva también una salida de los inversionistas desde los títulos en moneda extranjera emitidos por residentes, incluido el gobierno. En el extremo, el primer movimiento, i.e., desde títulos fiscales, puede ser compensado con emisión monetaria o acumulación de deudas impagadas. Pero en el caso de los títulos en moneda extranjera, los países receptores no pueden emitir dicha moneda y, por lo mismo, su defensa contra un choque en esta área es mucho más limitada. Y el mundo no cuenta con un prestamista de última instancia para evitar corridas en este nivel.

La protección de la solidez del balance externo, entonces, debe tomar en cuenta este elemento como muy significativo. Uno de los indicadores clave en este sentido, que se ha propuesto recientemente, es la relación entre reservas internacionales disponibles y el stock de deuda de corto plazo (medida como la deuda que madura en el horizonte de un año). Este coeficiente responde a la siguiente pregunta: ¿cuánto tiempo puede mantenerse esta economía corriente en sus pagos externos si el flujo bruto de nuevos recursos se detiene totalmente?. Se ha propuesto que un nivel razonable sería un año. Como se deduce, el logro de tal coeficiente dependerá tanto del stock de reservas internacionales como del perfil de vencimientos de la deuda externa. En particular, la acumulación de deuda de corto plazo es, en este esquema, uno de los factores que más afecta la vulnerabilidad de una economía, aun si presentara déficits moderados en el ámbito fiscal y externo.

Pero el potencial de ataque contra una moneda no termina allí. Aun si la deuda externa a madurar en el horizonte corto es moderada con relación a las reservas internacionales, la fuga a moneda extranjera está directamente vinculada a la liquidez corriente y prospectiva de la economía afectada. Así, el manejo del perfil de la deuda pública doméstica es también importante, pues abultados vencimientos de la misma contribuyen a la incertidumbre y pueden colaborar —si se monetizan— a financiar la huida hacia moneda extranjera. El conjunto de estos factores han sido sintetizados en el llamado "liquidity-at-risk" propuesto por Alan Greenspan.

Del mismo modo, la observación y seguimiento de las fortalezas de las hojas de balance de las instituciones financieras, las corporaciones y las familias es fundamental. El caso de los bancos es directo por su implicancia sistémica y su capacidad de extenderse —en caso de crisis— a problemas en el balance de pagos. Un decidido monitoreo de la cobertura de los bancos frente a riesgos cambiarios, de tasas de interés y de fluctuaciones en la actividad económica —además del riesgo de crédito— es fundamental. Un problema relativamente nuevo, no obstante, es la probada exposición de los bancos a un inadecuado manejo de riesgo —en particular, cambiario y de tasas— por parte de las corporaciones que le son deudoras. Algo similar puede ocurrir con las familias, por ejemplo si acumulan deudas importantes contra el creciente valor de su riqueza accionaria (y ésta tiene peligros de estar en estado de burbuja). El punto aquí es que las fragilidades de los balances de empresas y familias inevitablemente afectará la solidez de los bancos. Con la globalización y despliegue de nuevos mecanismos de intermediación no basta con mirar los bancos, pues otros agentes pueden tener pasivos significativos no contratados directamente con la banca doméstica. Esto es particularmente cierto en el caso de las empresas que se endeudan directamente en el exterior, lo que muchas veces implica un elevado riesgo cambiario.

Este problema es complejo, pues es no trivial como evitar la acumulación de este tipo de vulnerabilidades. En el caso del riesgo cambiario, por ejemplo, se puede controlar el calce de los bancos, pero ¿están estos últimos en condiciones de controlar el descalce de empresas y familias?.

Algo que ayuda en este sentido —y que es crecientemente consensual— es el fomentar la transparencia de los balances y prácticas de bancos y corporaciones.

Pero volviendo a la hoja agregada del balance externo de cada economía, la vulnerabilidad decrece cuanto menos líquidas sean y/o mayor flexibilidad de precios tengan las obligaciones en moneda extranjera. En ese sentido, los flujos de inversión extranjera directa son los más convenientes, seguidos por los flujos de portafolio. Los flujos de deuda —en particular de corto plazo— son los más complicados y los que se han probado más procíclicos en esta crisis.

Frente a esta evidencia, el Comité de Basilea está revisando sus acuerdos para promover mayor estabilidad. Dos características actuales de los acuerdos parecieran particularmente contraindicadas. El primero es la menor adecuación de capital exigida a los préstamos de corto plazo en relación con sus equivalentes de mayor duración. El segundo es la mantención de un coeficiente de capital constante a lo largo del ciclo, en condiciones de que el riesgo de los activos se incrementa significativamente conforme avanza el ciclo. Las regulaciones prudenciales, si algo, debieran tener un marcado acento anticíclico.

La vulnerabilidad externa puede también ser disminuida mediante la suscripción de acuerdos con acreedores privados externos que los comprometan a suplir liquidez adicional en tiempos de iliquidez, bajo circunstancias calificadas de antemano. Otra variante de lo anterior es la introducción de cláusulas que extiendan automáticamente la madurez de los instrumentos en casos calificados. Si bien estas líneas son promisorias, todavía no está claro el tema de la "adicionalidad", esto es, si es que los proveedores de recursos, conscientes del riesgo que toman con estas cláusulas, no tenderán a seguir estrategias de cobertura dinámica.

El mercado de derivados puede ofrecer oportunidades para las economías que, al no emitir monedas líquidas internacionalmente, están inevitablemente expuestas al riesgo de cambio. Dicha condición se conjuga con el hecho de que dichas economías, por su grado de desarrollo, tienen un natural déficit en su balance ahorro-inversión, lo que las lleva a acumular deuda externa. Como se sabe, el mercado de derivados permite, previamente, transferir parte de ese riesgo. No obstante, en el caso de las economías emergentes, dichos productos no alcanzan generalmente la duración, liquidez y estandarización que se requeriría para hacerlos una alternativa rentable.

La prevención a nivel de las hojas de balance se puede evaluar mediante la realización de "tests de esfuerzo", que es una de las variables que el FMI considerará para declarar elegibles a los miembros que optaren a la nueva línea de crédito contingente (LCC). Dichos tests permiten evaluar las fortalezas de las hojas de balance, sometiénolas a diferentes tipos de choques, como por ejemplo en el volumen de capitales, el tipo de cambio, la tasa de interés, los términos de intercambio, etc.

Un instrumento adicional complementario al anterior está dado por los llamados modelos de alerta temprana. Dichos modelos, como su nombre lo indica, están designados para proveer señales tempranas de alerta a quien corresponda respecto de que la probabilidad de emergencia de una crisis en el futuro cercano estaría tomando valores dignos de preocupación. A pesar de que se han hecho grandes progresos desde el nacimiento de este tipo de modelos, el que fuera motivado por la crisis de la deuda latinoamericana de los ochenta, su diseño y proyecciones presentan aún severos problemas. En primer lugar está el problema de la definición de que es una crisis externa. Sus casos más obvios son los de abandono de una paridad o paridad-reptante ante ataques especulativos. No obstante, la ocurrencia de crisis cambiarias incluye economías con régimen cambiario más flexible, lo que obliga a ampliar la definición. El criterio muchas veces usado es el del marcado aumento de la tasa de depreciación de la moneda en relación con lo observado en períodos inmediatamente anteriores. Con todo, esta última definición es a veces indistinguible de la simple aceleración del ritmo de devaluación motivada por un incremento de la inflación. En segundo lugar, el problema de definir las variables explicativas es de suyo complejo, atendiendo al carácter "mutante" de las crisis antes aludido. De hecho, no sino hasta muy recientemente, las variables de estabilidad del sistema

financiero doméstico estaban largamente ausentes. En tercer lugar, la evidencia más reciente de propagación de crisis entre países de una región e incluso a través de continentes, muchas veces incluyendo a economías que exhiben sus fundamentos sanos, obliga a considerar algunas variables de "ambiente", independientes de los fundamentos de cada economía.

Los modelos desarrollados hasta ahora han ido adquiriendo una creciente complejidad y capacidad de incorporar un mayor número de variables relevantes. Así, mientras las versiones de primera generación preferentemente se concentraban en la evolución del crédito doméstico como detonante de las crisis cambiarias, hoy en día los modelos incorporan un arreglo de factores que miden la calidad y consistencia de las políticas, la fortaleza de los fundamentos macroeconómicos, el potencial desvío de variables claves como el tipo de cambio, la fortaleza de la posición de reservas internacionales en relación con agregados líquidos y niveles de endeudamiento externo, indicadores sobre la salud de los sistemas financieros y variables de mercado como el diferencial de tasas de interés vis-à-vis el exterior.

Como se apreciará, los problemas de información son en extremo complejos, así como la selección de casos relevantes a objeto de evitar mezclar crisis de naturaleza muy diferente. Con todo, las versiones de última generación han logrado algún poder predictivo. Sin duda, dicho poder decrece, aunque permanece, cuando se mide el poder predictivo fuera de la muestra, esto es, anticipatorio.

Finalmente, si bien, por ejemplo, el mejor modelo disponible habría predicho alrededor de un tercio de las crisis que efectivamente ocurrieron desde las turbulencias del 97, cuando la probabilidad de corte se establecía en 25% —esto es la crisis se supone predicha cuando el modelo le ha otorgado al menos un 25% de probabilidad de ocurrencia— todavía se observa un alto grado de sobrepredicción, esto es, se predicen crisis que finalmente no ocurren. Este hecho introduce el difícil problema del potencial de profecías autocumplidas si los resultados se difunden y/o la adopción de medidas de ajuste cuando éstas no son necesarias.

Por un tiempo al menos, el buen juicio y las buenas políticas serán el mejor modo de prevenir la ocurrencia de crisis.

### **3. Manejo de auge y crisis financieras internacionales**

**Leonardo Villar Gómez,  
Miembro de la Junta Directiva,  
Banco de la República de Colombia**

La importancia y la necesidad del debate planteado se hacen evidentes cuando se observan los enormes cambios que en materia de globalización financiera se han presentado a nivel mundial durante las dos últimas décadas. Por esa razón, me parece relevante comenzar mis comentarios mencionando algunas cifras que ilustran la magnitud de este fenómeno.

#### **3.1 Magnitud del proceso de globalización financiera reciente**

El proceso de globalización de los mercados de capitales internacionales no es, en sentido estricto, un hecho nuevo ni exclusivo de los últimos años. La movilidad de capitales fue también muy grande en el pasado, tanto entre los países hoy desarrollados como en el llamado tercer mundo. Hasta finales de los años veinte del presente siglo, con sistemas monetarios dominados por el patrón oro, la mayor parte de los países se caracterizaban por tener sus economías abiertas a los flujos de capitales. Bajo esta perspectiva, lo que hemos observado recientemente es la reversión de las tendencias proteccionistas que en los países ricos tuvieron su auge entre los años treinta y comienzos de los setenta, y que en América Latina se extendieron hasta bien entrada la década de los ochenta.

Sin embargo, la magnitud y la rapidez del proceso de globalización de los mercados de capitales en el período reciente le otorgan características especiales. En particular, su íntima vinculación con enormes desarrollos tecnológicos en las áreas de la informática y las comunicaciones hacen que este retorno a la globalización no sólo tenga un carácter mucho más universal, sino que muy probablemente resulte un proceso totalmente irreversible.

Las transacciones financieras internacionales se hacen hoy en día a costos extremadamente bajos, que le permiten a cualquier ciudadano de un pueblo alejado en un país en desarrollo hacer transacciones telefónicas o vía internet con bancos ubicados en los más importantes centros financieros del mundo.

Lógicamente, en condiciones como estas, el crecimiento ha sido exponencial en la magnitud de las operaciones internacionales propias del mercado de capitales. Según datos del Banco Internacional de Pagos, se aumentó el valor de las transacciones transnacionales de compra-venta de bonos y acciones para un conjunto de países desarrollados, expresado como proporción del PIB de esos países. En el caso de los Estados Unidos, por ejemplo, la compra-venta de valores entre residentes y no residentes de ese país pasó de representar apenas un 4.2% del PIB en 1975 a más de 150% del PIB en 1996. En Alemania y Japón el aumento en la magnitud de esas transacciones transnacionales del mercado de capitales ha sido igualmente impresionante.

Por supuesto, paralelamente a la transnacionalización de los mercados de capitales se ha dado un crecimiento sin precedentes en la magnitud de las transacciones con divisas. Sobre la base de informaciones proporcionadas por el Fondo Monetario Internacional se estima que el valor promedio de las transacciones que diariamente se realizan en divisas a nivel mundial, pasó de ser 188 mil millones de dólares diarios en 1986 a casi US\$ 1.2 millones de millones de dólares diarios en 1995; esto es, aumentó más de 500% en apenas nueve años.

El aumento en el valor de las transacciones en divisas ha sido enorme incluso cuando se expresa como porcentaje de los flujos comerciales a nivel mundial o de los niveles de reservas

internacionales. Actualmente, las compraventas de divisas que se hacen cada día equivalen a más del 80% de los saldos de reservas internacionales en divisas que tienen en su poder todos los bancos centrales del mundo. A mediados de la década de los ochenta ese porcentaje era apenas del 36%. Su rápido aumento muestra la enorme reducción de la capacidad de manejo cambiario por parte de los bancos centrales o, alternativamente, de la capacidad de esos bancos centrales para controlar la cantidad de dinero al interior de sus respectivos países.

En un contexto como el descrito, ningún país podría sustraerse, aún si lo quisiera, a la tendencia inevitable de liberalizar su régimen cambiario y de abrirse a los flujos internacionales de capitales. El hecho es que los países en desarrollo en general, y los de América Latina en particular, han entrado rápidamente en el proceso de globalización de los mercados de capitales y durante los últimos años se han convertido en receptores de gigantescos flujos de capitales. Pese a la reducción en los flujos externos hacia la región que se ha presentado desde 1997, se estima que esos flujos serán cerca de 74 mil millones de dólares en 1999, cuando apenas diez años atrás, en 1989, eran inferiores a 14 mil millones de dólares.

### **3.2 Implicaciones de la globalización de los mercados de capitales para los países en desarrollo**

Las implicaciones más directas de los cambios descritos en el entorno financiero mundial para los países en desarrollo son fundamentalmente de dos tipos:

En primer lugar, como ya se mencionó, hay una pérdida dramática en la capacidad de manejo autónomo por parte de las autoridades nacionales en todo lo que se refiere a las políticas monetarias y cambiarias.

En segundo lugar, hay un fuerte incremento de la vulnerabilidad de estos países frente a “shocks” externos y, consiguientemente, hay una propensión mucho mayor de la que podía existir en el pasado a situaciones de contagio, tanto de los auges como de las crisis.

En este contexto, parece indispensable introducir cambios fundamentales en los organismos financieros internacionales y en las políticas e instituciones nacionales. Esos cambios, a su vez, pueden dividirse entre aquellos indispensables para enfrentar situaciones de crisis y los que serían convenientes para las fases de auge en los flujos de capitales hacia los países en desarrollo.

### **3.3 Organismos financieros internacionales en épocas de crisis**

En lo que se refiere a los organismos financieros internacionales, considero relevante mencionar cuatro campos en que parece indispensable adelantar reformas que faciliten el manejo de situaciones de crisis:

El primero tiene que ver con el fortalecimiento de los recursos del Fondo Monetario Internacional y su adecuación a las magnitudes que actualmente tienen los flujos de capitales. El tamaño excesivamente pequeño de los recursos del FMI tiene al menos dos tipos de implicaciones. En primer lugar, los programas de apoyo del Fondo se convierten en mecanismos para avalar las políticas de cada país en situación de crisis frente a la comunidad financiera internacional, más que en apoyos financieros propiamente dichos. En segundo lugar, esos programas tienen que ser complementados con apoyos directos de países individuales del mundo desarrollado, tales como los que se otorgan por parte de la Tesorería de los Estados Unidos de América. Estas dos implicaciones a su vez hacen que la condicionalidad de los programas del FMI tenga que ser mucho más comprensiva de la que sería necesaria para garantizar el repago de los créditos otorgados por esa entidad y de lo que correspondería en sentido estricto a las funciones de un prestamista de última instancia a nivel internacional. Las condiciones que se imponen a los países que entran en programas con el Fondo, además, responden cada vez menos a definiciones hechas por la



comunidad de países miembros y más a lo que definen los países que tienen la capacidad para otorgar los apoyos complementarios requeridos.

En este contexto, aparte de aumentar los recursos patrimoniales del FMI, parecería apropiada la recomendación de la CEPAL de utilizar más activamente la capacidad que tiene el Fondo para aumentar la liquidez internacional a través de la emisión de Derechos Especiales de Giro en períodos de caída en los flujos financieros hacia los países en desarrollo. Con ello, la solución a problemas como los que se presentaron en los dos últimos años no tendría que haber surgido, como afortunadamente surgió, de decisiones unilaterales del Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos, sino que habría dependido en mayor grado de decisiones adoptadas por el conjunto de los países miembros del Fondo Monetario Internacional. Como lo anota la CEPAL,<sup>1</sup> una mayor flexibilidad para la emisión de DEG por parte del FMI contribuiría a reducir la incertidumbre sobre la disponibilidad de recursos frente a una situación de crisis y ayudaría a que el Fondo cumpliera un papel anticíclico en la creación de liquidez a nivel mundial.

Otro campo de reforma relacionado con el Fondo Monetario Internacional tiene que ver con el diseño de líneas de contingencia apropiadas para países que puedan sufrir problemas de contagio frente a una crisis. Aunque en este campo se ha avanzado algo en el período reciente, los avances parecen a todas luces insuficientes. Las reglas de acceso para las líneas de contingencia del FMI se han definido en términos tan restrictivos que el alivio para el contagio parecería estar disponible exclusivamente para países inmunes a la enfermedad.

Finalmente, un campo en el cual parecería apropiado avanzar dentro de un programa de reformas a los organismos financieros internacionales, que también ha sido planteado por la CEPAL,<sup>2</sup> es el del fortalecimiento de instituciones de carácter regional complementarias al FMI. Un ejemplo exitoso de ese tipo de instituciones es el del Fondo Latinoamericano de Reservas al cual, casualmente, Colombia acaba de acudir por un apoyo contingente de US\$500 millones, el cual complementa de manera muy apropiada y con gran agilidad los recursos que este país está tramitando frente al Fondo Monetario Internacional.

### 3.4 Políticas nacionales en tiempos de crisis

Lógicamente, ninguna reforma a las instituciones financieras internacionales puede sustituir las políticas nacionales que son indispensables para enfrentar situaciones de crisis.

Se ha discutido extensamente a nivel mundial sobre la conveniencia que pueda tener la imposición de controles cambiarios a la salida de capitales en situaciones de este tipo. Personalmente considero, sin embargo, que esa solución no solo es poco eficaz debido a los desarrollos tecnológicos que hacen cada vez más difíciles los controles, sino que puede ser totalmente perversa. De hecho, en períodos de crisis internacional, los países en desarrollo suelen requerir, no sólo que no salgan los capitales, sino que entren nuevas fuentes de financiamiento. La imposición de controles a la salida de recursos en ese contexto puede convertirse paradójicamente en el mayor desestímulo a la entrada y, por lo tanto, en una fuente de agravamiento de la crisis.

De esta manera, frente a la magnitud de los flujos de capital que tienen lugar en el mundo actual, son pocos los grados de libertad con que cuentan los países para actuar, aparte del recurso obviamente necesario de ajustar el gasto público y privado a las posibilidades reales de financiamiento.

En los frentes cambiario y monetario, durante períodos de caída en el financiamiento internacional, la decisión se centra fundamentalmente en escoger: i) si se sacrifica la política monetaria en aras de defender una determinada posición cambiaria o ii) si se utiliza la política

<sup>1</sup> José Antonio Ocampo, *La Reforma del Sistema Financiero Internacional: Un Debate en Marcha*, CEPAL y Fondo de Cultura Económica, Santiago de Chile, 1999, p. 11.

<sup>2</sup> *Ibid.*, pp. 68-70.

monetaria y se permite que, con todos los riesgos que ello conlleva, la tasa de cambio haga una parte sustancial del ajuste.

En la práctica, para muchos países en desarrollo, la segunda de estas opciones se encuentra totalmente cerrada. Es el caso, por ejemplo, de países muy pequeños y muy integrados comercial y financieramente con el resto del mundo, en los cuales las fluctuaciones en la tasa de cambio se trasladarían de manera inmediata al nivel general de precios. Es el caso también, de países como la Argentina que por razones históricas carecen de credibilidad en la moneda local y en la posibilidad de una política monetaria activa. Para esos países, la alternativa única es quizás la de atarse totalmente a una moneda más fuerte y avanzar decididamente hacia procesos de dolarización que impliquen la pérdida total de la autonomía de las instituciones monetarias.

Para otro grupo de países, entre los cuales incluiría por lo menos a Colombia, a Chile y a México en el contexto latinoamericano, la opción preferida puede ser la de mantener un grado relativamente alto de control monetario, para lo cual es indispensable la flexibilidad cambiaria. En el caso colombiano, esa flexibilidad se ha dado con un régimen de banda cambiaria que se ha caracterizado por su amplitud y por la posibilidad de ser ajustada cuando los fundamentos de la economía cambian. En este sentido, la banda cambiaria colombiana no ha sido un instrumento de ancla antiinflacionaria ya que la política para reducir el ritmo de crecimiento de los precios se ha centrado en el control de los agregados monetarios. La banda cambiaria ha sido consistente con el propósito de tener una política cambiaria flexible en la cual, sin embargo, se previenen las posibilidades de sobreajustes de muy corto plazo de la tasa de cambio y se tiene un alto grado de transparencia sobre los criterios de intervención en el mercado de divisas por parte del banco central.

Personalmente considero que la flexibilidad cambiaria que ha caracterizado la política en países como Colombia, Chile y México, ha sido apropiada para el manejo de la crisis financiera internacional del período reciente y ha contribuido a hacer esa crisis menos costosa. Sin embargo, incluso para países como los mencionados, la flexibilidad cambiaria tiene también costos y ofrece dificultades para su manejo en períodos de crisis. En particular, los aumentos en la tasa de cambio pueden generar presiones inflacionarias y sensación de desestabilización macroeconómica que obligan en períodos de crisis a la adopción de políticas monetarias fuertemente contractivas.

En períodos de auge del financiamiento externo, además, la flexibilidad cambiaria puede convertirse en uno de los factores que facilita la incubación de los elementos creadores de una crisis posterior, en particular por los efectos que puede conllevar una revaluación excesiva de las monedas nacionales generada por influjos de capitales. Por esta razón, si bien en períodos de crisis existen pocas alternativas de política, es urgente discutir las posibilidades que tienen las autoridades en los períodos de amplia disponibilidad de recursos externos para evitar los excesos de endeudamiento, la revaluación y creación de déficits de carácter estructural en los frentes fiscal y de balanza de pagos.

### **3.5 Políticas nacionales para períodos de auge**

Entre las acciones que a mi juicio deberían aplicarse en períodos de auge del financiamiento internacional, considero relevante mencionar las siguientes:

#### **a) Impuestos, encajes u otros instrumentos de sobre costo y desestímulo a las entradas de capitales.**

La justificación básica de este tipo de mecanismos reside en el hecho de que el endeudamiento externo en períodos de auge tiene externalidades negativas que no se reflejan plenamente en los costos directos para quien se endeuda. Esas externalidades se vinculan fundamentalmente con el impacto que el endeudamiento tiene sobre el nivel de la tasa de cambio, afectando la rentabilidad relativa de los sectores productores de bienes y servicios transables internacionalmente, y con el efecto intertemporal que el endeudamiento y la revaluación de la

moneda doméstica tienen a nivel macroeconómico. Además, la experiencia de países como Colombia y Chile con sobrecostos al endeudamiento de corto plazo ha sido favorable.

Ciertamente, existe una fuerte discusión en la literatura teórica y empírica a nivel internacional. Sin embargo, el consenso sobre la conveniencia de mecanismos que mejoren el perfil del endeudamiento externo de los países en desarrollo y alarguen sus plazos es cada vez mayor.

Algunos estudios cuestionan la efectividad de este tipo de instrumentos por cuanto no encuentran evidencia estadística que compruebe que su imposición haya reducido las entradas de capitales a los países que los han utilizado.<sup>3</sup> Empíricamente es claro, sin embargo, que el perfil de la deuda externa sí mejora. Además, la evaluación sobre la efectividad de esos instrumentos debería centrarse más en el grado en que su imposición permita una mayor autonomía monetaria y de las tasas de interés domésticas con respecto a las internacionales y no tanto en el grado en que cambia la magnitud de unos flujos de capital cuyo nivel contrafactual nunca se conoce a ciencia cierta. En otras palabras, el grado en que el flujo de capital se haya reducido con la imposición de sobrecostos debe evaluarse con respecto a lo que hubiera sido en su ausencia, lo cual es imposible de conocer, y no con respecto a otros momentos históricos. No por casualidad, los sobrecostos al endeudamiento externo se imponen en momentos en que los flujos de capital son particularmente grandes, lo cual hace que estadísticamente la relación entre unos y otros pueda ser incluso positiva.<sup>4</sup> Incluso, existen argumentos teóricos que sugieren que la magnitud de los influjos de capital a un país que impone controles al ingreso de capitales de corto plazo puede aumentar como consecuencia, precisamente, de la efectividad de esos controles para reducir la vulnerabilidad de ese país frente a shocks externos.<sup>5</sup>

#### **b) Instrumentos de control al riesgo cambiario tanto de los bancos como de los deudores finales**

En países como Colombia ha sido útil contar con regulaciones que prohíben al sistema bancario doméstico endeudarse en moneda extranjera para propósitos distintos a prestar en moneda extranjera. Este mecanismo, unido a la existencia de límites a la posición neta de activos/pasivos en moneda extranjera, ha ayudado a mantener controlado el riesgo cambiario del sistema financiero. Ello, sin embargo no es suficiente por cuanto con mucha frecuencia los destinatarios finales de los créditos sí corren con riesgos cambiarios significativos en la medida en que derivan sus ingresos en moneda local y se endeudan en moneda extranjera. Sería conveniente en consecuencia que la regulación prudencial obligara a los bancos a realizar provisiones que reflejaran fielmente ese tipo de riesgos de sus clientes.

En la misma línea, durante los períodos de auge, resulta conveniente que los países puedan restringir el acceso de la inversión de portafolio, particularmente en títulos de renta fija, imponiéndole requisitos de permanencia como los que se han establecido en Colombia y Chile.

Finalmente, los fondos de estabilización de ingresos de divisas pueden cumplir un papel importante en los países en desarrollo. En el caso colombiano hay evidencia de que la existencia del Fondo Nacional del Café, que en la práctica ha actuado históricamente como un fondo de estabilización de ingresos por exportaciones del grano, tiene mucho que ver con la estabilidad macroeconómica tradicional de ese país. A mediados de la década de los noventa también se creó en Colombia un fondo de estabilización de ingresos petroleros. Más importante hacia el futuro, sin

<sup>3</sup> Véase por ejemplo Mauricio Cárdenas, "On the Effectiveness of Capital Controls in Colombia during the Nineties", *Journal of Development Economics*, vol 54, No. 1, oct., 1997. Otros trabajos sin embargo sugieren que el efecto estadístico de los sobrecostos al endeudamiento externo sí fue negativo sobre los flujos correspondientes en el caso colombiano. Por ejemplo José Antonio Ocampo y Camilo Tovar, "Capital Flows, Savings and Investment in Colombia, 1990-1996", *Capital Flows and Investment Performance: Lessons from Latin America*, Ricardo Ffrench-Davis and Helmut Reisen (eds.), Paris, OECD Development Centre/ECLAC, 1998.

<sup>4</sup> Al respecto resulta interesante el trabajo de Eliana Cardoso and Ilan Goldfajn, "Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls", IMF Working Paper, WP/97/115, 1997.

<sup>5</sup> Tito Cordella, "Can Short Term Capital Controls Promote Capital Inflows?", IMF Working Papers, WP/98/131, September, 1998.

embargo, es estudiar mecanismos a través de los cuales se pueda conformar un fondo de estabilización de los ingresos de capitales, para lo cual podría pensarse por ejemplo en utilizar los recursos generados por un impuesto o por una carga parafiscal al endeudamiento en moneda extranjera durante los períodos de auge del financiamiento internacional.

### **3.6 Papel de las instituciones financieras internacionales en períodos de auge**

Así como las políticas nacionales tienen más grados de libertad en los períodos de auge que en las épocas de crisis, las posibilidades de adelantar reformas de fondo en la estructura de los organismos financieros internacionales es mayor cuando ellos no están congestionados con la necesidad de resolver situaciones de crisis. En este sentido, resulta indispensable que en la medida en que la situación financiera mundial se tienda a normalizar, la comunidad internacional y los organismos multilaterales aprovechen para hacer las reformas que requieren, en lugar de caer en una cómoda percepción de complacencia por la calma transitoria.

De hecho, varias de las propuestas discutidas anteriormente serían más fácilmente instrumentables en períodos de calma. Ello es así por ejemplo para el fortalecimiento de las instituciones regionales de apoyo de balanza de pagos tipo Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) o para el diseño de líneas realmente eficaces de contingencia para situaciones de contagio por parte del Fondo Monetario Internacional.

Adicionalmente, los períodos de calma o de auge en el financiamiento internacional para los países en desarrollo podrían utilizarse para avanzar en la armonización de los sistemas nacionales de supervisión y regulación financiera que, entre otras cosas, impliquen una adecuada contabilización de los riesgos cambiarios que asumen las instituciones de crédito directamente y a través de sus deudores. En este campo, el Banco Internacional de Pagos de Basilea puede cumplir un papel fundamental.

## 4. What objectives for the reform of the architecture of the international financial system?

Jan Kregel,  
Oficina de la UNCTAD en Nueva York

### 4.1 Why Are We Interested in Reform of Financial Architecture?

If this conference had been held one year ago, we would have been in the midst of what the President of the United States called the worst international crisis since the Great Depression and which was of severe enough to cause the US Federal Reserve to change monetary policy to avoid systemic breakdown in financial markets. What started as another in a continuing series of crises in the value of the Russian Ruble was threatening the financial stability of the world's most powerful and efficient capital market. The path of financial turmoil that ran from Russia to Wall Street was strewn with collapsing financial markets and depreciating exchange rates in large and small developing countries that had managed to avoid the worst effects of the Asian crisis.

The Mexican peso depreciated by some 25% as Mexican interest rates quickly rose to match Brazil's nearly 50% rate where the 40% collapse of the stock market, a 50% fall in Brady Bond prices and large capital outflows led officials to complain (as they had in 1982) that these events had nothing to do with economic conditions in Brazil, although (as in 1982) the crisis did eventually bring a devaluation of the exchange rate. The Chilean economy went into a recession from which it has yet to emerge, and economic activity in Argentina collapsed, and aggravated existing conditions in Colombia, Ecuador and Peru. But, the impact was not limited to developing countries, it caused a near 2000 point fall in the US stock market as well as bankruptcies, bailouts of major financial institutions and a liquidity crisis in most capital markets. In many respects the crisis was potentially much more dangerous than the Asia collapse of a year earlier.

It is now generally accepted that the Asia crisis was provoked by the sharp and rapid reversal of capital flows to Thailand, and then to a large group of first and second tier newly developing countries in Asia. For the last ten years UNCTAD's *Trade and Development Report* has been warning of the dangers of the increasingly volatile international capital flows for the stability and sustainability of the development process. Last year's report suggested that the Asia crisis might be seen as the result of the increasing dependence of developing countries on foreign capital inflows, and that the, crises might be considered as endemic to the current global economic system. Although the deepest financial crises have been in developing countries, developed countries have not been immune, although they have been less severe and less extensive.

Since crises in developing countries affect all resident financial and business institutions, they all suffer from the, sharp reductions in capital inflows which are the main cause of the depth and persistence of the crisis. In developed countries the crises are usually restricted to individual institutions or sectors (e.g. savings and loan banks in the US), and the impact of the reduction in capital inflows is confined to the particular institutions in difficulty, not the entire economy.

The Russian crisis added another dimension to the reversal and cessation of capital inflows for even the strongest developing countries who remained the recipients of the capital that was flowing out of the affected countries experienced difficulties. The reason is to be found in what may be called the fallacy of the "weight of money" explanation of financial asset prices. It is generally argued that if there is a lot of money available to be invested, say because of contractual savings or

the, forced liquidation through a takeover of a large capitalisation business that this will force up the prices of other assets since the money “has to go somewhere”. (This is also an argument often used in support of the strength of the dollar - funds have to go somewhere and nowhere else offers the same prospects as the dollar.) The fallacy involved is linked to what economists call “liquidity preference”. In an economy in which money serves as a relatively stable and certain store of value, it is always possible for investors to decide not to purchase any financial asset - in this case simply to hold the money. (Note, that in a monetary economy this also applies to consumption decisions, but then R is called an increase in the propensity to consume).

In the aftermath of the Russian crisis the problem was not only that capital stopped flowing to developing countries, but even in developed countries, the capital stopped flowing into financial markets supporting productive investments. Thus, while most of the capital flows were redirected to the US, instead of being invested in US equities or the liabilities of other US financial or corporate institutions, an embarrassingly large number of which had suffered large losses as a result of their investments in Russia, the capital was almost wholly invested in US government bonds. And then not in any US government bonds, but only those bonds, called “on the run”, that offered the greatest stability and ease of sale in case of further disaster. This is what is called a liquidity crisis -there is no shortage of capital, It is just that there is a shortage of willingness to commit the capital to investment and it is kept liquid. Thus, US companies that relied on commercial paper and high-yield bonds to finance their production and investment operations found that they could not borrow. New firms seeking to raise capital through initial public offerings of their stocks found that underwriters were unwilling to take their new issues because there were no buyers. Since a large part of the intricate sophisticated financial structure of a modern economy is based on credit, the liquidity crisis represented a sudden and rapid withdrawal of credit from private sector financial and non-financial companies. It was the equivalent for developed countries of the loss of capital inflows by the developed countries. A sharp increase in liquidity preference can have as disastrous an impact on financial asset prices as a sharp reversal of capital inflows. Thus, for the first time a financial crisis generated by capital reversal in the developing countries did indeed threaten the operation of entire developed economies. The result was the declaration that this was the severest financial crisis since the 1930s. Since it was a crisis that clearly did not originate internally - the US economy is widely considered to be stronger today than at any time in the post-war period - it was explained as the result of the increased international financial integration caused by the new globalised economy. The result was a call for a reform of the international financial system, or a reform of the “architecture” of the international financial system to make it adequate to the new global capital markets.

Of course, similar crises in developing countries have brought calls for a reform of the international financial system, but without any appreciable response from developed countries. And today, as the worst effects of the liquidity crisis on developed countries have faded, there is no longer much active pressure for the reform of the international financial architecture. If the system withstood the Russian crisis, the argument goes, then it is not, totally inappropriate to the operation of a globally integrated financial market.

This may be true, as far as it goes. And that is only as far as the performance of the developed countries, who have largely recovered from the worst effects of the Russian crisis. It certainly does not apply to developing countries who are still suffering from the impact of the liquidity crisis in terms of sharply reduced capital flows and excessively high risk premiums represented by the spreads relative to developed country Interest rates that good credits in developing countries have to pay to borrow.

## 4.2 Divergent Views on the Objectives of the Reforms

As a result there may well be a divergence of views on the necessity of reform of the international financial system between developed and developing countries. As suggested, reform only appeared on the international agenda after it became clear that developed countries could suffer from contagion from the crises in developing countries. The aim of the reform is thus to restructure the international financial system in order to reduce the transmission of instability from developing to developed countries. Another way of stating the same objective is to make developing countries less unstable, thus reducing the possibility for contagion. This generally means making them more like developed countries. Indeed, most of the recommendations for the reform of the architecture of the international financial system that have emerged from the international financial institutions in this direction have followed this line of argument. These recommendations involve introduction of common standards of accounting, financial reporting, banking supervision, and so forth. These recommendations simply echo the policies that the multilateral lending institutions have been proposing for developing countries since the debt crisis under the name of "market friendly" policies and more recently under the euphemism of the elimination of "crony capitalism" in Asia. That is, to emulate the policies followed by developed countries.

## 4.3 The Original Bretton Woods Objectives Are Still Valid

At this point it is useful to recall the original discussions of the reform of the international monetary system carded out at Bretton Woods. Lord Keynes, the representative of the United Kingdom, was especially concerned that the design of the system should not jeopardize domestic policies objectives—in particular full employment. We do well to recall that the breakdown of the system, indeed of the entire political system in Europe was due to the high levels of unemployment that were generated by what were judged to be excessively mobile international capital flows under the gold standard. In order to protect national policy autonomy Keynes argued that the design of the international system, should produce "the least possible interference with internal national policies and operate not only to the, general advantage but also to the individual advantage of each of the participants. No participant must be asked to do or offer anything which is not in his own true long-term interest" (W, pp. 19-20). Indeed, Keynes went further and insisted that the plan "must be capable of application, irrespective of the, type and principle of government and economic policy existing in the prospective member state" (Ibid, p. 19). This was clearly a welcome to the Soviet Union to join the system and it eventually signed the Agreement after being granted an exemption from Board consent for exchange rate adjustments.

This approach, differs quite radically from the present approach to institution reform in which the objective of stability has led to the imposition of the same type of economic system and economic policy, with little recognition of national specificity or diversity. Although the creation of the CIS and the Russian Federation has sharply reduced the types and principles of government there is little evidence that the diversity in national economic policy has been reduced. Yet, this is the, implicit assumption that has been implied in development policies and in the recommendations for the reform of the international financial architecture thus far presented.

Given the differential impact of financial crises on developed and developing countries, it seems reasonable to conclude that there might be a divergence in national policy goals between developed and developing countries and thus divergence in the way reform of the financial architecture is approached. Developed countries, with relatively high levels of per capita income and wealth might be more interested in economic efficiency expressed as preserving their capital and maximising its rate of return. Thus, stability and allocative efficiency of financial markets would be a high priority. Developing countries, on the other hand, with much lower income and wealth levels, might be more interested in increasing their income and wealth levels as rapidly as possible. Here the goal would be the highest achievable rate of growth of per capita incomes.

Now, there is no reason why these two objectives should not be compatible, indeed there is a body of economic theory that argues that the free flow of capital around the globe in search of the most remunerative uses should maximise global growth (although it says little about how these benefits are distributed across countries).

However, the recent experience of increasingly frequent and intense financial crises suggests that this is not the case. The speed with which the reform of the international financial architecture has disappeared from the top spot in the international agenda also suggests that this is not the case.

Further, the experience of the response to the recent financial crises suggests that protecting the interests of those seeking to preserve their capital and maximise their rates of return has tended to dominate. The provision of emergency funding in the name of exchange rate stability that has in fact served primarily to provide the means of repaying international creditors has clearly been at the expense of those seeking higher income levels. The introduction of austerity policies in the name of reducing the inflationary potential of the bailout of failed domestic banking systems, but which simply curtail growth in order to provide balance of payments surpluses capable of generating foreign exchange to repay foreign creditors is an even more direct example of sacrificing income growth in developing countries for the preservation of capital values in developed countries.

This raises the question of why it is important that the design the international financial system does not impede national policy objectives such as full employment. He argued that fixed exchange rate systems, such as the gold standard, produced what he called an "asymmetric" international adjustment burden that penalised countries balance of payments deficit. Since a deficit eventually depletes foreign reserves, an adjustment policy would be required if the country were to remain on the gold standard. Because a deficit country usually had a public or private sector deficit, the elimination of the foreign imbalance meant reducing current public or private spending, thereby reducing total demand, and income and employment. It was usually argued that such countries were "living beyond their means" and thus the "belt tightening" was also morally justified.

But, the international economy is a zero sum game; for every country with a balance of payments deficit there is a balance of payments surplus in some other country or group of countries. By analogy with the deficit countries, these countries may be classified as having excess savings. However, these countries are seldom accused of living *below* their means. Saving is morally justified.

Since the international economic system is simultaneously determined it is impossible to determine whether balance of payments disequilibria are caused by the excess saving or the excess spending countries - one could not exist without the other. However, in a fixed exchange rate system the fact that the country with the balance of payments deficit eventually runs out of foreign exchange reserves means that it is forced to adjust its internal policies to accommodate the policy of the excess saving countries. Since this can only be done by reducing imports (increasing exports would require the rest of the world to spend more, which it is unwilling to do) it involves reducing income and employment. Since the excess savers are never forced to reduce their saving due to an excess accumulation of international reserves, only one group of countries, those in deficit, has to adjust -thus the adjustment is asymmetrical. And since the adjustment always requires lower employment, it not only jeopardizes national employment policy, it also produces a reduction in employment and unemployment for the global economy. Under asymmetric adjustment the global economy could never reach full employment of labour and would suffer from excess saving. But, for Keynes, this was not morally justified since unemployed labour was just as inefficient a use of resources as the misallocation of capital.



#### 4.4 The Objectives of the Reform of the Architecture

It was to be the role of the new international monetary system created at Bretton Woods to provide the means of making domestic full employment policies compatible with fixed exchange rates. This was based on three elements. The first was the provision of short-term adjustment borrowing to allow a country that was in persistent balance of payments disequilibrium to adjust internal policies without sacrificing its employment objectives. The second was to provide, through the "scarce currency clause", a means of sharing the adjustment burden by making surplus countries provide financing. And finally, there constraints on international capital flows which were widely considered to have been the cause of the collapse of the gold standard as well as the international system of payments based on it.

In the post-Bretton Woods world it is developing countries, with high potential growth rates relative to the developed countries with lower potential growth rates, that have both the tendency and the necessity of running balance of payments deficits. This tendency is linked to the generally accepted existence of a resource gap or savings gap that has to be filled by imports of instrumental goods and can only be paid for by borrowing from foreign suppliers, i.e., financed with foreign capital inflows. This is buttressed by the idea that developing countries with high growth potential also have high relative real rates of return on investment and thus are ideal investment targets for developed countries with excess savings and few attractive domestic outlets for investment. But, the larger the relative growth rates and the larger the resource gaps, the larger the required capital inflows and associated balance of payments deficits. But, the larger the deficit, the higher the likelihood of an exchange rate adjustment or depreciation, creating higher volatility in returns and greater risks to developed country investors, leading to reductions in capital inflows and demands for higher risk adjusted rates of return. Thus, the more successful the system is in allowing developing countries to achieve their potential growth rates, the less willing will developed country investors be to lend to them to permit it.

Thus, the same asymmetric adjustment that made deficit countries adjust their policies to those of surplus countries also forces developing countries adjust their policies to make them compatible with the policy objectives of the developed countries. But, in difference from the Bretton Woods regime, it is now the reversal of international capital flows that produces the adjustment. A country that grows too rapidly, and produces an large balance of payments deficit that threatens exchange rate stability and thus its excess rate of return finds that foreign capital reverses and a financial crisis forces adjustment. It is somewhat ironical that when these crises occur, or appears to be impending, it is the IMF that enforces adjustment in the form of stabilization policies and letters of intent that reduce income growth and employment, without any recognition that the difficulties faced by developing countries might be at least in part caused by the slow growth and insufficient imports of the developed countries. Thus, the current system suffers from the same defects as that prior to, Bretton Woods, a tendency to converge towards the growth rate of the developed countries and the tendency to accept their policy objectives of market stability and efficiency to preserve capital and maximise rates of return.

One of the major aims of the reform of the international financial architecture must be to recover this spirit of national diversity and acceptance of the plurality of national economic objectives that will allow developing countries to live up to their growth potential. This task will be more difficult than that set for the Bretton Woods System. Excess savings are more easily eliminated than a low potential growth rate due to low population growth and stagnant productivity growth that characterises many developed countries, or the increase in perceived risk as international borrowing increases. Population growth is not an insurmountable problem, although policies to increase population growth through increased immigration from developing countries is a politically sensitive issue. Nor is risk reduction. Keynes's original proposal to the Bretton Woods Conference was for a Clearing Union which would substitute national currencies (implicitly the US

dollar) with a notional unit that would reduce exchange risks. However, Keynes' system was based on the assumption of limited international capital flows. George Soros has made a proposal to provide a form of insurance to international investors to cover the risks involved in international investing. The problem is to find an institution that makes flows of capital to developing countries more stable, and at the same time reduces the, risks to international investors.

An important part of increasing the stability of capital flows to developing countries is insuring that capital inflows are appropriate to the resource gaps and balance of payments deficits required to achieve potential growth. However, the experience has been for international capital markets to provide larger capital inflows than are required. For example, most Asian countries, with savings rates in excess of 25-30% had little need for large capital inflows to supplement domestic saving and a large part of the explanation of the rapid reversal of capital flows is to be found in the excess of inflows that took place since 1995. Some mechanism must thus be found to limit capital inflows to the ability of developing countries to use them appropriately and productively. Such limitations are capital controls, but one should not be scared by the name. Most European countries employed controls on both capital inflows and outflows until the final runup to the introduction of the single currency that made them largely unnecessary.

Recognising this diversity of national policy goals does not mean that they cannot be made compatible. However, it does mean that a new set of instructions and incentives will have to be designed for the international system, in order to make them compatible. This is what we should mean by the necessity for the reform of the architecture of the international monetary system.

## 5. Globalización financiera y desafíos sociales

**Oswaldo Rosales,**  
**Asesor Regional,**  
**Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)**

### 5.1 Gobernando la globalización

La globalización amplía las oportunidades de progreso pero acentúa las exigencias de calificación y competitividad. En cada país hay sectores que aprovechan tales oportunidades pero también una mayoría que no logra integrarse y que no lo conseguirá, sin políticas explícitas que estimulen y refuercen la complementariedad entre competitividad, equidad y transformación productiva.

Aprovechar las oportunidades de la globalización y limitar sus riesgos, exige un esfuerzo mayor de coordinación y consistencia entre la política económica y la social. Los principales avances en reducción de la pobreza están asociados a crecimiento elevado y estable y a reducción de la inflación; los principales retrocesos sociales, a crisis recesivas o a crisis cambiarias que culminan en crisis bancarias.

De allí la importancia de un enfoque más unificado en el trato a la política económica y la social; un enfoque que, sin descuidar el rigor técnico específico, privilegie en la primera, instrumentos y procesos más complementarios con la equidad, y, en la social, su aporte a la eficiencia y el crecimiento.

La globalización acentúa la disparidad en la distribución de resguardos e incertidumbres en la esfera económica y social. De allí dos desafíos centrales: elevar los niveles de calificación para aprovechar las oportunidades y dos, crear redes de protección social para los grupos más vulnerables.

América Latina porta una realidad secular de pobreza, exclusión social y los mayores niveles de desigualdad en el mundo. Con este dato histórico, atenuado marginalmente por logros recientes en estabilidad económica y política, América Latina hace frente a las exigencias de la globalización, al tiempo que realiza una doble transición: una, desde economías cerradas a economías globales; dos, desde sistemas políticos cerrados a otros más abiertos y democráticos. En ese contexto, el desafío de equidad, privilegiando la reducción de la pobreza, no puede desatender la igualdad de oportunidades y la distribución del ingreso.

La década muestra un crecimiento modesto (3.2% anual), que no permite reducir la desocupación ni mejorar la calidad del empleo. La tasa de desempleo —6% entre 1990 y 1993— asciende a 8% en 1998 y a 9.5% este año, promedio comparable con los peores años de la crisis de la deuda externa. El 84% de los nuevos empleos ha sido generado en el sector informal, caracterizado por baja productividad e ingresos. La distancia entre el ingreso de profesionales y técnicos y el de trabajadores de menor calificación ha aumentado cerca de 50%.

### 5.2 Política económica y reducción de la vulnerabilidad social

El principal aporte de la economía a la reducción de las vulnerabilidades sociales es su capacidad de gestar crecimientos elevados y estables, que refuercen su vínculo con la generación de empleo productivo.

### **a) Estabilidad económica y crecimiento**

Resulta ya un lugar común decir que la estabilidad macroeconómica favorece el crecimiento. El punto clave es definir con precisión el concepto de estabilidad. Por ejemplo, centrarse excesivamente en reducir la inflación puede distorsionar el manejo de la política económica, reduciendo el ingreso potencial o desalentando el dinamismo exportador, cuando el tipo de cambio en la práctica actúa como ancla nominal.

No hay además evidencias claras que relacionen menor inflación, menor variabilidad cambiaria, real o nominal, con estabilidad en el crecimiento del producto. Sí hay experiencias donde la menor variación en tales variables, coincide con la mayor varianza en el producto.

En un contexto de vulnerabilidad financiera, el criterio macroeconómico ordenador ha de ser estabilizar el producto y promover el crecimiento de largo plazo, minimizando o evitando las contracciones económicas. Ciclos muy marcados no sólo afectan el empleo; en el mediano plazo, afectan la inversión, el gasto en investigación y desarrollo, con impactos adversos sobre la productividad.

Si la recesión impacta adversamente la equidad, cuando las crisis cambiarias devienen en crisis bancarias, el impacto sobre la equidad es devastador. Los efectos fiscales y cuasifiscales de estas crisis afectan el crecimiento, al menos en los próximos cinco años. Con razón, se ha argumentado que la mejor inversión social es la de minimizar las contracciones económicas y evitar las crisis bancarias.

La eficiencia de la política macroeconómica no sólo se refleja en bajas tasas de inflación y en una gestión fiscal rigurosa. También ha de examinarse su eventual impacto sobre déficits externos insustentables, sobre atrasos cambiarios o sobre tasas de desempleo elevadas.

La idea es equilibrar los objetivos de la política económica, evitando avances excesivos, por lo insustentable, en algunos de ellos, a costa de rezagos marcados en otros. Logros de conjunto se acomodan más a avances graduales, aun cuando tienden a ser más permanentes.

### **b) Cautela en los desequilibrios externos**

La globalización financiera impone “primas de riesgo” a la conducción macroeconómica, en particular, privilegiando la cautela en los desequilibrios externos. La clave está en el manejo de las bonanzas, cuando el grado de maniobra es mayor. Es una práctica peligrosa interpretar los *shocks* positivos como permanentes y los adversos, como transitorios.

Una de las lecciones de la crisis mexicana fue alertar sobre DCC que excedan el 5% del PIB, particularmente cuando el financiamiento de éste es volátil o de corto plazo; cuando existan garantías públicas al endeudamiento o cuando los incrementos de financiamiento externo no se reflejan proporcionalmente en mayor inversión en transables.

La experiencia ha mostrado que los excesos de gasto y los DCC elevados arriesgan la credibilidad y sustentabilidad de la política macroeconómica, con independencia de si el exceso de gasto interno es público o privado; de si su financiamiento es externo o interno; de la composición de las importaciones entre consumo o inversión; o del destino de ésta (ampliar producción transable o no transable).

Limitar el ahorro externo (DCC) a un nivel sustentable significa actuar sobre las causas domésticas que puedan estar sobreexpandiendo el gasto pero también sobre aquellos flujos externos que excedan el financiamiento del DCC, acudiendo a alguna forma de regulación de capitales.

Orientarse por tal criterio, permite: i) estabilizar los indicadores de solvencia externa; ii) reducir la vulnerabilidad de la economía frente a eventuales *shocks* comerciales o financieros externos. iii) acomodarse al financiamiento de mediano y largo plazo efectivamente disponible;

iv) favorecer complementariedad y no sustitución entre ahorro externo y doméstico, privilegiando al segundo en el financiamiento de la inversión, gestando un patrón de crecimiento menos volátil.

El uso de controles a ciertos tipos de capital externo implica costos microeconómicos, sin embargo, la experiencia muestra que los beneficios macroeconómicos de tal proceder son superiores a los costos microeconómicos involucrados.

### **c) Criterios de política económica anti-cíclica**

El principal desafío macroeconómico actual es suavizar la intensidad del ciclo económico. Ello significa: i) atenuar las presiones de gasto, público o privado, en la fase de auge, utilizando la política monetaria y fiscal; ii) evitar apreciaciones excesivas de la moneda nacional; iii) reforzar la regulación y supervisión prudencial del sistema financiero; iv) velar por un acceso estable a recursos externos (DCC sustentable); v) mantener una política cambiaria activa; y, vi) y prestar atención a la estructura de los pasivos externos.

La política macroeconómica predominante —con fuerte hegemonía de la estabilidad de precios sobre los demás objetivos de la política económica— ha manifestado un fuerte rasgo procíclico, en función de los vaivenes del financiamiento externo. Con ello se estimulan *booms* de gasto, que acentúan desequilibrios en cuenta corriente del balance de pagos, obligando luego a ciclos contractivos donde la política monetaria y fiscal colaboran a reducir la absorción, transformando ciclos externos moderadamente adversos en episodios innecesariamente recesivos.

La política fiscal debe incluir mecanismos institucionales que esterilicen automáticamente ingresos transitorios, acumulándolos en fondos de estabilización u orientándolos a reducir deuda pública. Alguna experiencia existe con los fondos de estabilización de ingresos fiscales provenientes de la exportación de productos básicos (café en Colombia, cobre en Chile). Este tipo de experiencias podrían ser ampliadas al manejo de ingresos tributarios transitorios.

La presentación de las cuentas públicas debiera ir incorporando mediciones no en base al saldo fiscal del período corriente sino de alguna medida estructural, esto es, corregida del ciclo económico. Gradualmente, debiera ir transitando hacia modalidades multianuales, destacando los compromisos de mediano plazo que enfrentan las finanzas públicas, los escenarios macroeconómicos previsible y las opciones presupuestarias de acomodo a ellas.

La CEPAL ha sugerido un nuevo “pacto fiscal” para definir de un modo más consensual las principales responsabilidades económicas y sociales del Estado y, con ello, el nivel, composición y tendencia del gasto público, así como las modalidades de su financiamiento. Dicho acuerdo nacional para consolidar el ajuste fiscal, institucionalizando la disciplina presupuestaria, debiera incluir además un compromiso con la calidad de la gestión pública, la transparencia de la acción fiscal, una razonable atención de las carencias sociales acumuladas y la construcción de espacios institucionales y democráticos para abordar estos temas, acordar compromisos y evaluar su cumplimiento.

### **d) Una macroeconomía más comprometida con el empleo**

Estabilizar el crecimiento, limitando la amplitud de los ciclos económicos, se ha mostrado como el mejor instrumento para estimular el empleo. Reducir la varianza del ciclo económico contribuye a limitar la asimetría en la distribución de costos y beneficios del ciclo económico.

Primero, en la fase contractiva, el costo recae excesivamente en los grupos desfavorecidos y cuando la economía se recupera, el empleo y los salarios de estos grupos lo hacen con menor intensidad.

Segundo, el impacto adverso de las crisis económicas sobre la equidad puede anular varios años de esfuerzos en gasto social.

Tercero, las crisis financieras pueden absorber varias veces el monto del gasto social, reasignando en el tiempo recursos potenciales del gasto social a atender el costo de salvatajes bancarios que han llegado a sumar dos dígitos del PIB.

Cuarto, el financiamiento externo, de menor costo y de mayor plazo, sólo está disponible para empresas modernas y de gran escala, en tanto las empresas pequeñas y medianas sólo pueden acceder a financiamiento doméstico para capital de trabajo, en plazos cortos y a costos más elevados.

Quinto, esta asimetría en el costo del financiamiento se acentúa en las fases de ajuste que privilegian la flexibilidad monetaria, afectando la inversión y el empleo, particularmente de las PYMES y de la construcción y el comercio, es decir, los sectores más intensivos en empleo.

### **5.3 Reforma social y redes de protección**

Junto con perseverar en incrementos del gasto social, mejorando la eficacia y la focalización en su asignación, es necesario redoblar esfuerzos en reformas sociales que ligen recursos con desempeño y calidad del servicio; mejorando la coordinación entre programas; adecuando algunos a la realidad de “pobreza dura”; reforzando el vínculo con el fomento productivo y también abriendo espacio a la oferta privada de servicios sociales, con adecuados sistemas de regulación, información, protección al usuario y resguardo de la calidad de las prestaciones.

Una tendencia relevante de los noventa es el significativo aumento experimentado por el gasto público social. Este positivo dato plantea tres inquietudes. Uno, que el avance modesto en reducción de la pobreza y el nulo avance en redistribución ha coexistido con un esfuerzo relevante de gasto social. Dos, que el margen para elevar el nivel del gasto público social más allá del incremento del producto es cada vez menor. Tres, que en la actual fase de desaceleración del crecimiento, el desafío inmediato es defender los niveles reales de gasto social, previos a la crisis asiática.

#### **a) Educación**

La transmisión del capital educacional en los últimos quince años muestra que persisten acentuadas desigualdades sociales para que los jóvenes pobres puedan lograr un nivel educacional que mejore su bienestar. El clima educacional y la capacidad económica del hogar influye decisivamente en el rendimiento escolar y en los años cursados, en tanto los contactos sociales predefinen la inserción ocupacional. Las reformas educacionales podrían resultar insuficientes para favorecer la equidad, si es que, junto con modificar contenidos, ampliar la jornada escolar y los años de educación obligatoria, no incluyen medidas que contrarresten el impacto negativo de estos factores en la situación escolar y laboral de los grupos de menores ingresos.

Los esfuerzos educativos deben ser complementados con políticas que actúen simultáneamente sobre las áreas ocupacional, patrimonial y demográfica, apoyando en este caso, esquemas de planificación familiar que reduzcan la brecha entre tamaños de familia deseados y efectivos en los grupos de menores ingresos.

#### **b) Sistema integrado de formación de recursos humanos**

El reentrenamiento laboral debiera gestar un vínculo más sólido con el seguro de desempleo. El seguro de desempleo podría transitar desde la protección del empleo a la protección de los ingresos, facilitando la movilidad hacia actividades de mayor productividad, protegiendo un ingreso mínimo y las cotizaciones previsionales, mientras el trabajador asiste a programas de capacitación que permitan su reinserción.

Es tarea del sector público fortalecer los vínculos institucionales entre el sistema de capacitación, el seguro de desempleo, las políticas de fomento productivo, incluyendo las de

reconversión productiva, y los programas de información laboral radicados en municipios o gobiernos locales. La idea es avanzar hacia un *sistema integrado de formación de recursos humanos*, en sintonía con las exigencias de la reestructuración productiva, movilidad laboral, defensa del empleo y ganancias en competitividad. Esquemas de este tipo facilitan la flexibilidad laboral, conciliando la movilidad ocupacional con mínimos de seguridad social y con un esfuerzo de inversión en capital humano.

### **c) Redes de protección**

La eficiencia de estas redes exige cumplir con algunos requisitos: i) que sean efectivamente contracíclicos, lo que demanda acceso fluido a líneas multilaterales de financiamiento o a fondos internos efectivamente disponibles; ii) que su cobertura sea relevante, cuestión que exige selectividad en un grupo reducido de prestaciones de mayor impacto, focalizándolos adecuadamente; iii) que se coordinen modularmente en el tiempo con otros programas compatibles con el crecimiento y las reformas estructurales, y iv) que aprovechen la oportunidad para centralizar recursos de gasto social y desarrollo productivo local y para robustecer el vínculo entre tales políticas con la organización social y los gobiernos locales.

## 6. Social development and the international financial system

**John Langmore,  
Director de la División para Política Social y Desarrollo  
del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales,  
Naciones Unidas**

These remarks are in two parts: first some general comments on the interrelationship of financial markets and socio-economic policy; and then some lessons for future policy from recent financial crises.

Robert Skidelsky, the biographer of Keynes and a Conservative spokesperson in the British House of Lords, concluded a recent article by saying: 'For the second time in human history we have embarked on the gigantic experiment of a world economy without a world government. As in the late nineteenth century the economic development of nations has been entrusted to financial markets.'<sup>6</sup> Similarly, a reviewer of a new book by the foreign affairs columnist of the New York Times, described the book as bringing 'together the whole life of the world under a single idea, which is that the global economy, run by the American financial market, defines our age every bit as much as the Cold War defined the period between Winston Churchill's Iron Curtain speech, in 1946, and the tearing down of the Berlin Wall, in 1989.'<sup>7</sup> It is striking that these articles were published in New York, the heart of the American financial market, in the same week. While the former was being analytical and the latter exposing hubris, they illustrate the extent of the recognition that the most powerful current influence on public affairs is global financial markets.

This analysis is familiar, but it is worth emphasising because much follows from it. Growing financial interdependence reduces the policy autonomy of all countries that have liberalised their financial systems, for their vulnerability to financial turbulence is increased. Governments have become more cautious as they have attempted to appease the bankers, dealers and credit rating agencies. Monetary policy has been kept tighter than would otherwise have happened, in industrialized and developing countries alike, not least to cope with capital account volatility. This has lifted interest rates, retarding both private and public investment, constraining economic development and employment growth. One reason for the slower growth of the advanced economies during the last 20 years compared with the previous 30 years is that their real interest rates have averaged more than three per cent higher since 1980 than in the decades before.

Fiscal policy has also commonly been kept more restrictive than it would otherwise have been, constraining improvements in human services which are desperately needed in many high and in all medium and low income countries. Employment in human services such as education and health is therefore also retarded. Those countries that maintained tough monetary and fiscal policies are regarded as the best securities trading prospects by financial market dealers. Yet such policies were insufficient to prevent financial disaster in east Asia.

So does financial liberalisation contribute to economic and social progress? There are major benefits for those countries that attract capital, of which the largest is not China but the United States. The US is the largest recipient of foreign direct investment – and the major destination of capital flight. China is the largest developing country recipient, but does not fit the financial liberalization model because it has not deregulated its financial sector. Liberalisation can increase dynamism as market opportunities widen. Intensified competition can motivate increased

---

<sup>6</sup> *The New York Review of Books*, May 6, 1999, p. 7.

<sup>7</sup> Nicholas Lemann, 'A theory of everything,' *The New Yorker*, May 10, 1999, p 86, reviewing Thomas Friedman, *The Lexus and The Olive Tree*, Farrar, Straus and Giroux.



efficiency, leading to faster growth of income in some countries. But the costs of policy constraints and of turbulence are enormous. Liberalization has great benefits for the US and probably for Europe but whether there are net benefits for developing and transitional countries is less clear.

Reforming the international financial architecture is essential for achievement of social goals. The recent financial crisis has opened a window of opportunity to all who share a vision of equitable human development, but that opportunity could be lost through renewed complacency. What is clear is that intensifying global economic and financial integration makes strengthened international financial institutions and policy management imperative.

## 6.1 Lessons from Financial Crises

There have been many lessons from this and other such crises. The economic and social costs have been extremely unevenly and inequitably distributed, being felt most severely, though not only, by the already vulnerable such as the poor, the less well educated and trained, women and the young. The crises damaged not only countries directly affected and the vulnerable within them, but also many other countries more indirectly through impacts on financial confidence, investment flows, trade, commodity prices, interest rates, debt servicing costs and so on.<sup>8</sup>

A record of responsible national macroeconomic policies is a necessary but not a sufficient protection against financial turbulence originating externally. 'responsible macroeconomic policies' are not necessarily those that minimize public outlays. Societies which have been best prepared to combat crises are those which have a well-developed structure of social as well as economic and financial institutions and policies. A concomitant of this is that an efficient and honest revenue collection system is a high priority. A necessary element of financial stability is social and political stability. countries that neglect this interplay are more likely to experience financial turbulence.

Effective prudential and supervisory regulation of financial markets is another necessary condition for national financial order. Financial regulation is also needed to promote competition, protect consumers and ensure that more marginalized groups have access to capital. Much greater caution is required about the nature, timing and extent of financial liberalisation. Where it occurs, the process should commonly be much more gradual. It is striking that since the crisis the US has abandoned its campaign to have capital account liberalization included as one of the one of the articles of the IMF.

Expansion of the number of economic and financial policy instruments is desirable, such as market-based means for discouraging anarchic international financial flows. For example a Tobin tax would contribute to reducing the volatility of financial flows; it would also add substantially to national revenue, replacing other sources such as import duties which have been eroded by liberalization.

The most important lesson from recent financial crises is that the immediate policy response to a financial crisis must involve both economic and social dimensions. The crisis management strategy which has been conventional during recent decades, involving sharp monetary tightening and fiscal austerity not only worsens social conditions and immediate prospects for economic growth but is also commonly counterproductive to the restoration of financial market confidence. Why would operators in financial markets always expect that policies acknowledged to worsen immediate prospects for growth always be in their interests?

Monetary policy must recognise the power of tightened credit and high interest rates to drive highly geared companies into bankruptcy and economies into depression as investment collapses, so increasing unemployment, economic disarray, insecurity and poverty. Access to credit should be

---

<sup>8</sup> Amongst many publications on the crisis and its socio-economic consequences one which stands out is Eddy Lee, *The Asian Financial Crisis: The Challenge for Social Policy*, Geneva, ILO, 1998.

increased and interest rates lowered—as major industrialized country central banks had the sense to do when faced with potential crises in October 1987 and during the last year. Such policies are the most effective means available to governments to encourage growth of small and medium enterprises.

Fiscal policy must of course be used in ways that reflect national circumstances, but must recognise the importance of countercyclical stimulus wherever possible. The possibility of supplementary budgets should be explored quickly, to expand support for education, health and other social services, social protection and emergency support, and expanding other employment-creating programmes such as housing and construction of public infrastructure including small public works and environmental protection.

Postponement of the introduction of compensating social policies to offset a crisis not only constrains their effectiveness because of lags between decision and implementation, but also allows more serious social and economic damage to occur and exacerbates more than proportionally the slowness of recovery. The social consequences of economic and social trauma last longer than the economic. The processes of social and personal disintegration are complex and enduring and recovery is not only slow but is sometimes permanently incomplete. A simple and obvious example is that some children may never return to school, leaving them permanently illiterate.

Neglect of, or opposition to, open, democratic institutions including representative legislatures, a free and diversified media and trade unions contributes to neglect of social policy, because there is little pressure on government to improve national social strategy. Countries where this occurred were less well prepared for a crisis. So an important lesson is about encouraging civil society, ensuring freedom of association and establishing effective, participatory institutions for social dialogue and labor relations.

Massive economic and social distress commonly leads to rapid erosion of adaptations between different ethnic or religious groups, intensifying old conflicts and leading to violence and other social disorder. The severity of the damage experienced by large numbers of people, groups and regions undermines confidence in the fairness of society. Therefore policies aimed at offsetting injustice and increasing equity are essential.

Establishment and extension of social protection systems as quickly as circumstances allow is a high priority, both to increase personal security and also as a means of reducing the social cost of crises.

Evolution in the conventional development strategy is essential. Excessive, ill-prepared market liberalization is not only not a panacea, but it can lead to market failure rather than improved efficiency. It can do great damage by destroying some of the powers of the state to offset market failure and to achieve other goals such as equitable human development. The old neoliberal doctrine about the importance of unimpeded markets for national efficiency is still influential. A more empirically based, pragmatic approach is essential.

The depth and severity of the socio-economic damage of the financial crisis, in countries where it was least expected, has contributed to growing disillusionment with the simplicities of free market ideology. This has generated a fresh urgency to redefine economic policy including by recognising the centrality of the link with social policy. Mainstream opinion is shifting in favour of a more integrated strategy for economic and social policy. A recent expression of this was the remark in the G7 Statement from the Cologne meeting that ‘Social policies are the cornerstone of a viable international financial architecture.’ (Press release, 18 June 99) The recent financial crisis has opened a window of opportunity to all who share a vision of equitable human development.

A continuing impediment is that the schism between economic and social policy is still reflected in the institutional division of labour in public policy at both the national and international levels. At the national level, the Ministries of Finance and Trade became the powerful players,

while a disparate selection of social policy ministries responsible for human services, labour, employment, health, education and housing either operate in a separate universe or are largely conditioned by economic decisions taken elsewhere. At the international level, the G7 members and the Bretton Woods institutions, together with regional and other powerful groupings, tend to think that they should dominate the development agenda. As a result, economic policymaking continues to be institutionally divided from social policy and now suffers from a democracy deficit at both national and international levels.

## **6.2 Conclusion**

The intellectual environment has shifted in recent years in favour of greater integration of social and economic policies. Whereas during the last quarter century social policy makers have had to react to the impact of economic policies on social welfare, a consensus is beginning to emerge that there is benefit in recognising the mutual inter-relationships between social and economic policies. Economic policies that do not improve the welfare of broad segments of society are increasingly viewed not only as morally unacceptable, but also as economically unsustainable. Social policies which are ineffective or which do not contribute to other political or economic goals or realities are not sustainable either. While there is this broad recognition, wide disagreements persist about many aspects of the means of integrating social and economic policies. Further work on this central subject must be a high priority.

## **7. Elementos para una nueva agenda de inserción y desarrollo de América Latina y el Caribe**

**Carlos J. Moneta,  
Secretario Permanente del  
Sistema Económico Latinoamericano (SELA)**

### **7.1 Introducción**

De la experiencia acumulada por la región en la década en curso y de los sucesos negativos que ha presentado el sistema económico internacional durante los últimos años, se desprende que sigue vigente la búsqueda de una eficiente y beneficiosa inserción en el proceso de globalización, a la vez que se plantea como imperiosa la necesidad de acelerar el proceso de desarrollo, requisito imprescindible para garantizar la gobernabilidad democrática dentro de los países de la región. El reto consiste en superar la divergencia que numerosos factores parecen confirmar, que existe entre, por una parte, la participación en la globalización financiera, comercial, tecnológica y cultural, y por la otra, el desarrollo integral y sustentable de cada estado y región.

Enfatizar la dimensión del desarrollo en el análisis de las políticas para la inserción económica global, implica buscar nuevos caminos, más allá de los que América Latina y el Caribe han recorrido en las dos últimas décadas. Significa un esfuerzo consciente y sostenido para diseñar una agenda que proponga soluciones adecuadas a las condiciones y diversidad de los países en desarrollo, y que las proyecte en el sistema global.

Uno de los elementos primordiales que debería guiar la reflexión en torno a una agenda del desarrollo integral y proactiva se refiere a la necesidad de atribuir a la diversidad entre los países y las regiones el peso que les corresponde. La región latinoamericana y caribeña ha experimentado, desde los años ochenta, la puesta en práctica de un paradigma económico aplicado con pocas variantes a economías muy dispares. Al renunciar a modelos endógenos, la agenda ha sido la misma para la mayoría de los países: apertura comercial y financiera, privatización y reducción del sector público, eliminación de subsidios, reformas de los sistemas de seguro social, flexibilización de los mercados laborales, etc. Esta agenda única supone, por una parte, la adopción pasiva de modelos externos y “universales”, y por la otra, la existencia de economías estructuralmente uniformes, donde el comportamiento del mercado es similar. Supone también una doble premisa: en primer lugar, que el marco institucional doméstico esté listo para instrumentar los cambios de políticas requeridos por el modelo; en segundo lugar, que el entorno internacional brinde condiciones favorables —sobre todo estabilidad— y flujos de financiamiento para el desarrollo. Lamentablemente, estas premisas se hallan lejos de haberse cumplido.

A partir de 1997, y de una manera mucho más nítida que en 1994-95, las crisis del Sureste Asiático y de Rusia, luego de su fuerte impacto en la región, han evidenciado un fenómeno nuevo, directamente vinculado al proceso de globalización: a partir de esta década, las crisis monetarias y financieras tienen amplias, rápidas y profundas ramificaciones sobre las corrientes de comercio y sobre la capacidad de crecimiento económico.

No estamos en presencia de perturbaciones coyunturales, sino de profundas turbulencias, cuyas oscilaciones hacen temblar los fundamentos de las economías nacionales y del sistema global. Al alcance geográfico se añaden repercusiones intersectoriales, que no se limitan a ajustes cambiarios y crisis bursátiles, sino que trascienden esos ámbitos para generar las desestabilizadoras salidas de capital —de corto plazo pero que también inciden sobre las inversiones de largo plazo—, aumentar los diferenciales de los bonos emitidos por la región, deteriorar las clasificaciones de

riesgo de todas las economías emergentes, obstaculizar el acceso a los mercados internacionales de capital y contagiar los sistemas bancarios domésticos.

Adicionalmente, el impacto se extiende a las corrientes comerciales inter e intraregionales, modificando patrones de competitividad de productos y de países, y cambiando perspectivas de penetración de mercados.

Desde el punto de vista de América Latina y el Caribe, los próximos años estarán marcados entre otros factores, por los impactos financieros y comerciales de mediano y largo plazo de las crisis actuales y por la preocupación de prevenir y controlar los impactos de crisis futuras. Esto implica la necesidad de introducir cambios en las políticas gubernamentales y en la gestión empresarial, a la vez que exige fortalecer la capacidad de análisis y de acción endógena en torno a las futuras estrategias de desarrollo de nuestra región.

Es dable esperar que en los próximos años, al igual que en el marco interno, el aprendizaje, la reflexión y la reformulación del modelo vigente se plantearán también en el sistema internacional. En efecto, si en esta década se han corregido, en gran medida, las fallas de las políticas estatales de intervención de las décadas pasadas, quedan ahora por corregir las fallas que genera el propio mercado, tanto dentro como entre los Estados. En ese contexto, parece necesario que la región aborde desde un punto de vista pragmático, un debate sobre el papel de nuestros Estados en la economía globalizada y sobre una “nueva agenda” para su desarrollo e inserción internacional.

De igual manera, en el plano internacional, el entorno de las economías de la región es percibido por el sector público y privado como un elemento cada vez más determinante para el éxito de las políticas internas. Las crisis y sus repercusiones han puesto en evidencia no sólo la permeabilidad, sino también la vulnerabilidad de América Latina y el Caribe ante factores exógenos que escapan a su margen de acción. En este sentido, es importante concertar los esfuerzos de nuestros países para que los mismos principios de gobernabilidad económica que se requiere que se apliquen dentro de nuestro Estados sean extrapolados a nivel internacional, incorporando en la gestión del sistema global conceptos económicos (tales como prevención de crisis, competencia, crecimiento y desarrollo sostenible), políticos (como tratamiento de las asimetrías, transparencia, participación), e incluso éticos (como equidad, solidaridad y desarrollo humano).

A partir de los factores y procesos señalados, se presentarán algunos elementos para la consideración de distintos aspectos de esa agenda.

## **7.2 Políticas de desarrollo**

### **a) Crecimiento, desarrollo y estabilidad macroeconómica**

En el corto y mediano plazo, reducir la vulnerabilidad externa será uno de los temas centrales de las agendas de América Latina y el Caribe. La preocupación por reducir la vulnerabilidad monetaria será un tema delicado para muchos gobiernos de la región, en la medida en que no hay claridad en cuanto a los costos y beneficios de las políticas monetarias aplicadas desde los ajustes estructurales. Le corresponderá a cada país adelantar su propio balance en función de las características de su economía y de su proyecto de desarrollo nacional. En todo caso, ninguna fórmula —ni las cajas de conversión, ni las minidevaluaciones o las tasas fijas— parece aplicable en forma lineal a todos los países del área. En esta línea de razonamiento, resulta fundamental analizar el tema de la estabilidad de las tasas de cambio con una visión que integre no sólo las distintas interacciones en el seno de la economía, sino sus vínculos con las dimensiones política y social. Por ejemplo, debe examinarse detenidamente, si medidas propuestas, tales como la “dolarización” serían capaces de alcanzar los efectos esperados, cuando nos encontramos que las condiciones generales y estructurales de nuestros países y del financiamiento de la región, difieren en múltiples aspectos de aquella economía desarrollada que se ha tomado como modelo.

## **b) Armonización de las políticas macroeconómicas**

A la luz de la vulnerabilidad externa, parece imprescindible que todos los esquemas de integración subregional que existen en América Latina y el Caribe avancen rápidamente en sus esfuerzos en materia de armonización (y de ser posible, coordinación) de políticas macroeconómicas. Ha quedado demostrado, sobre todo con la reciente crisis monetaria en el Mercosur, que los procesos de integración son altamente sensibles, desde el punto de vista político y económico, a los cambios en la situación macroeconómica de los socios.

Es lógico suponer que en el futuro próximo, la “dolarización”, la hipótesis de “monedas únicas” inspiradas en el Euro, y el dilema entre tasas de cambio fijas o flexibles se extenderán del ámbito nacional a las agendas subregionales, y hemisférica. Al respecto, el SELA iniciará próximamente estudios sobre la experiencia de la Unión Monetaria Europea para nuestra región y sobre las opciones de financiamiento en condiciones de alta inestabilidad de los mercados.

## **c) Políticas sectoriales de desarrollo**

A raíz del abandono del modelo de sustitución de importaciones en los años ochenta, la liberalización comercial, las privatizaciones y la drástica reducción de los instrumentos estatales de apoyo a la actividad productiva, las políticas industriales han cambiado radicalmente. El vacío dejado por el retiro del Estado a favor del sector privado ha sido llenado, en muchos sectores, más por empresas transnacionales que por empresas locales o regionales, lo cual si bien ha significado, creación de empleos e ingreso de inversiones directas, también ha provocado un amplio cierre de empresas locales.

Sería conveniente entonces que el balance incluya una evaluación de los resultados del cambio de modelo desde el punto de vista de la competitividad de América Latina y el Caribe a nivel mundial, así como de la diversificación y modernización que se ha logrado con políticas industriales estatales, que dejaron de ser activas para volverse reactivas. Asimismo, se deberían referir a la capacidad del sector privado de los países en desarrollo de competir en los mercados internacionales, de conseguir aliados estratégicos acordes con las necesidades de desarrollo o de generar empleo y avances tecnológicos. En este contexto conviene analizar la estructura de las empresas nacionales y regionales, con el objeto de determinar en qué sectores y de qué manera se han beneficiado las pequeñas y medianas empresas de las nuevas políticas industriales. En cada país y en el marco de cada sector productivo, el diseño de las políticas industriales y agrícolas futuras se beneficiaría si contara con diagnósticos de esta naturaleza.

El balance no debería limitarse a los aspectos internos de las políticas industriales, sino incluir el análisis del papel de las inversiones extranjeras directas y de los acuerdos comerciales sobre el desarrollo industrial, vinculando instrumentos internos con políticas económicas externas. En este orden de ideas, no bastaría con determinar la competitividad de las exportaciones de un país o de una región; también habría que evaluar si la oferta exportable se ha ampliado y diversificado como resultado de las nuevas políticas de desarrollo y de las inversiones extranjeras.

Las privatizaciones han constituido un factor muy importante del cambio de modelo económico y de la atracción de inversiones extranjeras en América Latina y el Caribe. Su evolución guarda una relación directa con las actuales características del desarrollo industrial, la situación del empleo, la competitividad de las exportaciones y las nuevas estructuras productivas que se están generando en los países. Uno de los mayores retos que enfrenta ahora la región —dados los notorios y negativos desequilibrios que existen en esta materia— se refiere al diseño e instrumentación de marcos regulatorios que respeten la competencia y los intereses de los consumidores.

El tema de la competencia ya forma parte de la agenda consolidada de las políticas económicas de América Latina y el Caribe. Sin embargo, quedan dos áreas donde sería conveniente profundizar el análisis e intercambio de experiencias: en primer lugar, en lo que se refiere a los

problemas de competencia “internacional” derivados de la apertura comercial y de la integración regional, y en segundo lugar, de los efectos de los frecuentes procesos de fusión entre empresas transnacionales, que se orientan hacia una creciente concentración oligopólica de la estructura de la economía mundial.

#### **d) Infraestructura institucional**

A los pocos años de introducir los ajustes estructurales que conformaban las reformas de “primera generación”, América Latina y el Caribe avanzó en los cambios de “segunda generación”, referidos a la infraestructura institucional indispensable para sustentar las nuevas estrategias de apertura. En grados y momentos distintos, pero siguiendo una tendencia generalizada en la región, surgieron instituciones gubernamentales encargadas de políticas públicas nuevas o de mejorar aquellas que sólo existían en los marcos legales. Desde principios de esta década, se desarrollaron, entre otras, agencias en materia de privatización, competencia, protección al consumidor y al medio ambiente y supervisión financiera. Además, en algunas de estas materias que no corresponden a acuerdos multilaterales, se están gestando normas o pautas generales de carácter universal que tienden a armonizar las legislaciones nacionales.

Cabe preguntarse si las modificaciones institucionales han sido suficientes y eficientes, desde el punto de vista de su concordancia con las reformas estructurales de “primera generación” y con las necesidades de desarrollo. En este sentido, por ejemplo, el balance no debería considerar únicamente las instituciones “novedosas” derivadas de la agenda económica internacional, sino también aquellas instituciones “tradicionales” como los ministerios de comercio, de agricultura, de salud y educación, entre otros. Con respecto a esos últimos, conviene considerar su eficiencia. En otros términos, cabe interrogarse sobre si los países de la región disponen ahora de marco legal e institucional adecuado para seguir avanzando en su inserción en la globalización y, en este sentido, cuáles son sus necesidades en cuanto a financiamiento, cooperación, formación de recursos humanos en políticas e instituciones públicas determinantes para su desarrollo.

### **7.3 Crisis y reforma del sistema financiero internacional**

La crisis financiera internacional que se iniciara en Asia, en 1997, evidencia la necesidad de implantar nuevas políticas económicas de financiamiento y de deuda externa. Al mismo tiempo, la situación ha cambiado y han surgido cuestionamientos a políticas anteriores, de modo que ahora existen condiciones más propicias para su replanteo.

Uno de los mayores problemas del sistema financiero mundial radica en la necesidad de que los flujos internacionales de capital no desemboquen en desequilibrios y distorsiones negativas para el desarrollo o, en el peor de los casos, en la repetición de las crisis. En este contexto, los temas del financiamiento y la deuda externa han sido regularmente considerados por el SELA. Junto a ello, debe citarse por su importante aporte, el reciente informe del Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas donde la CEPAL desempeñó un papel muy relevante. En ese informe, se señalan varios rasgos fundamentales que pueden orientar el diseño de una nueva arquitectura financiera internacional.

Naturalmente, la heterogeneidad de los países afectados impide la generalización de las soluciones. Sin embargo, pueden trazarse algunas líneas de acción razonables para los países de América Latina y el Caribe; también es dable señalar algunos rasgos de prudencia económica y financiera que podrían aplicar los países desarrollados y los organismos financieros multilaterales. Surgen así puntos de una nueva agenda que estimamos resulta imprescindible considerar por América Latina y el Caribe, por los países desarrollados y los organismos financieros.

Con respecto al financiamiento externo, sin desarrollarlos en esta oportunidad, me permito señalar algunos temas, cuyo tratamiento puede contribuir a enfrentarlos: la autonomía en el manejo

de la cuenta de capital, el uso del financiamiento, las políticas para evitar problemas macroeconómicos no deseados, el fortalecimiento del sistema financiero, la mejor distribución de los costos de las crisis y los ajustes, el impuesto a los capitales especulativos, la prevención de las crisis, la modificación de la condicionalidad y el mejoramiento de la asistencia técnica internacional.

En cuanto a la deuda externa, deseo simplemente destacar su nueva índole, determinada ahora tanto por el cambio en su naturaleza y en los acreedores, como por la mayor flexibilidad de los organismos financieros internacionales. Al respecto, además de una política que los gobiernos ya han adoptado —no asumir deudas del sector privado—, conviene sumar nuestros esfuerzos para que se negocie la extensión a los países de ingresos medios de beneficios que se otorgan a países pobres, y que se procure un fuerte alivio en el pago de la deuda.

Esta presentación no ha tratado de proponer políticas, ya que las medidas enunciadas tendrán necesariamente que formar parte de una política global, definida por cada uno de los países aquí representados. Sólo se trató de presentar y comentar algunos elementos de esta agenda posible, con el propósito de contribuir a vuestros debates, y al análisis a realizar conjuntamente.



### **III. Conclusiones/Conclusions**

---

#### **Conclusiones**

Los principales temas y conclusiones de este evento, que se presentan al Secretario General de las Naciones Unidas para su consideración, son los siguientes:

1. Las crisis financieras de años recientes, cuyos efectos tuvieron un impacto profundo en el sistema internacional en su conjunto, hicieron evidente la capacidad desestabilizadora de los mercados financieros internacionales; la insuficiencia de acciones aisladas; la necesidad urgente de identificar y concertar acciones preventivas que se puedan instrumentar a niveles nacional, regional y global; así como, la necesidad de un sistema financiero estable para avanzar en la agenda social y en una nueva estrategia de desarrollo.
2. La recurrencia, profundización y complejidad de los fenómenos globales, así como su carácter sistémico, obligan a rediseñar los mecanismos existentes de cooperación internacional para abordar las causas, soluciones y medidas preventivas para aquellos problemas que trasciendan el ámbito nacional. Los problemas económicos de magnitudes globales representan un reto para los esfuerzos de desarrollo social de los países, por lo que estos aspectos deberán ser tratados desde una perspectiva integral, involucrando a los gobiernos nacionales, a los organismos regionales y multilaterales, y a los actores relevantes del mercado.

3. En fechas recientes se ha observado una recuperación de las economías más afectadas por las crisis. Sin embargo, esto no debe traducirse en una actitud de complacencia por parte de los medios financieros internacionales. Asimismo, es importante que tanto los países que vivieron períodos de crisis como aquellos que no, redoblen esfuerzos para evitar futuros períodos de inestabilidad. Asimismo, en América Latina y el Caribe, consideramos que la estabilidad financiera internacional es un bien público global y que la región debe participar corresponsablemente en los procesos dirigidos a fortalecer la gobernabilidad financiera mundial.

### **Avances y desafíos de una nueva arquitectura financiera internacional**

4. Los organismos financieros internacionales deben replantear sus políticas para responder a los grandes desafíos creados por los mercados financieros y realizar los cambios necesarios para prevenir y evitar nuevas crisis. Asimismo, se deben tomar en cuenta las diversas características de unas instituciones frente a otras a fin de que, mediante una clara definición de sus funciones, se eviten duplicaciones y su operación se haga más eficiente.
5. El diseño de mecanismos de financiamiento en tiempos difíciles es un punto importante de la nueva arquitectura financiera internacional. Sin embargo, la magnitud de las crisis financieras recientes y la cantidad de recursos necesarios para proveer de liquidez a los mercados en tiempos de inestabilidad, imposibilitan que las instituciones financieras internacionales funcionen como prestamistas de última instancia en situaciones de crisis.
6. Es necesario revisar el sistema de cuotas de los organismos financieros a fin de contar con mayores recursos para respaldar oportunamente a las economías en problemas. Asimismo, para respaldar oportunamente a las economías en problemas, se deben buscar fuentes complementarias de liquidez, tales como el uso anticíclico de los derechos especiales de giro, y la creación de fondos de reservas regionales y el reforzamiento de los ya existentes.
7. En este sentido, se considera que estrategias tales como las líneas contingentes de crédito, diseñadas por el FMI recientemente, representan un avance. Es indispensable que los requisitos para acceder a estos recursos sean claros y se conozcan con antelación y que estas líneas de crédito sean suficientes, oportunas y accesibles.
8. La prevención y manejo de las crisis exige una mayor coherencia y armonización de las políticas nacionales y multilaterales que no necesariamente implique seguir el mismo patrón y que respete las condiciones económicas y sociales de cada país. De esta manera, se hace necesaria una supervisión y coordinación más eficaz y con carácter preventivo. Al respecto, son de señalarse las contribuciones que han desarrollado los países de América Latina y el Caribe a través de sus programas de estabilización y saneamiento financiero.
9. Es indispensable desarrollar un Sistema de Alerta Temprana/Prevención para evitar o, en su caso, enfrentar oportunamente los riesgos de una crisis financiera. En este contexto es alentador el esfuerzo del FMI en la construcción de modelos empíricos que ayuden a predecir las crisis de balanza de pagos. Es indispensable reconocer la naturaleza mutante de las crisis y la variabilidad de sus causas, así como la posibilidad de contagio a economías fundamentalmente sanas.
10. Se requiere asegurar la transparencia de los mercados financieros internacionales, en particular la de los flujos de capital de corto plazo, así como mejorar los métodos de recolección y divulgación de la información económica.
11. La supervisión y regulación bancaria y financiera son dos puntales de la estabilidad de los mercados financieros internacionales. En este sentido, se recomienda continuar avanzando en el diseño de marcos regulatorios adecuados tomando en cuenta los estándares del Comité de

Basilea para la Supervisión Bancaria y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OISCV), con especial atención a las necesidades de los países en desarrollo.

12. Un elemento importante en la reforma de la arquitectura financiera internacional debe ser el fortalecimiento de los incentivos en los países industrializados para que se lleven a cabo decisiones de inversión más disciplinadas, reducir el apalancamiento y limitar el riesgo sistémico, así como establecer la supervisión de los centros financieros extraterritoriales.
13. Es necesario fortalecer la corresponsabilidad del sector privado, tanto en la prevención como en la resolución de las crisis. Los acreedores deben asumir efectivamente su parte del riesgo en los créditos que otorgan. Las medidas que se han propuesto tienen como objeto reducir el riesgo moral que surge cuando se rescata una y otra vez a los acreedores e inversionistas, así como distribuir de manera más equitativa la carga de las crisis entre el sector público y privado, y entre países receptores del capital y los acreedores e inversionistas.
14. La calificación del riesgo soberano debe someterse a parámetros estrictos y objetivos de conocimiento público. Es importante que las agencias calificadoras del riesgo proporcionen información completa, periódica y consistente.
15. La liberalización ordenada de los flujos de capital es indispensable para que los países accedan a los recursos para el desarrollo y la inversión productiva. Es necesario crear un marco institucional adecuado para facilitar la inversión productiva y limitar la volatilidad de los flujos de corto plazo. Mientras no existan reglas internacionales claras para el manejo del capital especulativo, tanto en su origen como en su destino, cada país deberá salvaguardar su cuenta de capitales de manera congruente con su régimen cambiario, y con el uso de instrumentos y mecanismos de mercado.
16. Es fundamental la definición del papel de los organismos multilaterales, las instituciones regionales y subregionales en todas estas tareas, y asegurar una representación equitativa de los países en desarrollo en la definición e implementación de los mecanismos correspondientes.
17. En este contexto, es importante que concluyan los estudios y consultas que realizan los países desarrollados en el marco del G-7, con apoyo de las instituciones de Bretton Woods y de sus bancos centrales. Los grupos regionales y de concertación de los países en desarrollo, tales como el G-77, el G-24, el G-15 y el G-Río, deben fortalecer su participación en el diálogo con el G-7, otros países industrializados y las instituciones financieras internacionales, a fin de asegurar la coherencia y universalidad de las medidas de política económica y el diseño e instrumentación de la nueva arquitectura financiera internacional. Un papel trascendente en esta tarea corresponde a las instituciones financieras de carácter regional y subregional.

### **Retos del desarrollo social en un contexto de globalización financiera**

18. Las crisis financieras de la presente década, además de sus efectos sobre el sistema financiero internacional, han tenido un impacto devastador en los proyectos de desarrollo social de los países involucrados. Esta situación es particularmente grave, dados los niveles de pobreza.
19. Los flujos oficiales globales de asistencia al desarrollo de los países donantes han disminuido hasta llegar a 0.22% del Producto Nacional Bruto (PNB) de los países desarrollados, su nivel más bajo en los últimos 20 años. Al respecto, se deberán redoblar esfuerzos que permitan cumplir con los compromisos adquiridos en la Cumbre Mundial de Desarrollo Social, para que los países donantes destinen el 0.7% de su PNB a la asistencia oficial para el desarrollo y, por su parte, los países receptores asuman el compromiso de asignar, en promedio, el 20% de esta asistencia oficial a los programas de desarrollo social y el 20% del presupuesto nacional a los programas sociales básicos.

20. Es importante estimular la inversión productiva y asegurar financiamiento en condiciones favorables para los países de menor desarrollo a fin de aliviar el peso de su deuda. Apoyamos, por tanto, la iniciativa para reducir la deuda de los países pobres muy endeudados (PPME). En este marco, se subrayó la importancia de que el costo de este alivio para los organismos multilaterales regionales y subregionales sea financiado de acuerdo a la capacidad de pago y nivel de desarrollo de todos los países prestatarios y no prestatarios de los propios organismos multilaterales. También es conveniente que las donaciones de los fondos internacionales para esta iniciativa se destinen primordialmente a apoyar a los bancos regionales y subregionales, así como a aliviar la deuda bilateral entre países en desarrollo.
21. Los programas de ajuste del FMI para corregir las causas estructurales de las crisis deben cuidar que en este proceso no se provoque un sobreajuste de las economías que genere contracciones severas de la actividad económica o fuertes reducciones en el gasto social.
22. El nivel del gasto social deberá ser una decisión soberana de cada país en función de sus propias posibilidades y condiciones. Es necesario realizar esfuerzos que permitan armonizar el desarrollo económico y social, lograr una distribución más equitativa de los ingresos, promover la equidad de género e impulsar políticas sociales proactivas, prestando particular atención a las necesidades de los grupos más vulnerables como los niños, las mujeres, los discapacitados, los ancianos, los indígenas y la población desempleada.
23. Los bancos internacionales de desarrollo, en particular el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, deberán privilegiar los apoyos financieros a las redes de protección social y favorecer el desarrollo humano de las poblaciones como fin último. Por su parte, los gobiernos deben encaminar esfuerzos en favor de un mejoramiento universal de los servicios sociales, instrumentar de manera congruente las políticas macroeconómica y social, y reducir los costos económicos y sociales de las crisis financieras.

### **El papel de las Naciones Unidas en el diseño de una estrategia financiera internacional con proyección social**

Los trabajos de la reunión concluyen con los siguientes aspectos que a juicio de los participantes deben ser considerados por las Naciones Unidas como el órgano político mundial por excelencia.

24. Los problemas estructurales del sistema financiero internacional, que han dado lugar a las crisis de los últimos años, siguen vigentes. Nos preocupa que la superación de sus efectos más visibles constituya actualmente motivo de autocomplacencia y de reducción de los esfuerzos de reforma sistémica. Los países de América Latina y el Caribe están dispuestos a participar activamente, junto con otras regiones en desarrollo, en dar nuevo impulso al proceso de reforma.
25. Una nueva estrategia nacional e internacional para el desarrollo deberá tomar en cuenta los retos y las oportunidades de la globalización. La vertiente financiera de dicha estrategia es un elemento central de los esfuerzos para propiciar un crecimiento económico sostenido y un desarrollo social integral. El objetivo de la comunidad internacional es disminuir la volatilidad de los mercados financieros internacionales y lograr un desarrollo más armónico y equitativo.
26. Ante el carácter complejo de cuestiones globales que inciden en el desarrollo, como las crisis financieras, resulta imprescindible encontrar fórmulas para que las Naciones Unidas hagan frente a sus responsabilidades en la búsqueda de soluciones a problemas internacionales de carácter económico y social, particularmente en la armonización de los esfuerzos de las naciones para el tratamiento de los problemas que afectan el desarrollo.

27. Se deberá contar con la participación de todos los foros competentes del Sistema de las Naciones Unidas, en particular de los organismos especializados y regionales, y de otras organizaciones internacionales que se ocupan de aspectos concretos del financiamiento del desarrollo.
28. Las Naciones Unidas deben contribuir a la formulación y puesta en práctica de sistemas que permitan fortalecer las capacidades de alerta temprana, prevención y respuesta oportuna y afrontar a tiempo la aparición y propagación de las crisis financieras.
29. Un reto importante y urgente para las Naciones Unidas es incluir, como parte de sus actividades en la esfera económica social y financiera, la consideración profunda de cuestiones como: la prevención y manejo de crisis financieras; los temas asociados al financiamiento para el desarrollo; las reglas de acceso a los recursos multilaterales; el papel de las instituciones regionales, respetando los espacios donde debe preservarse la autonomía nacional. En este contexto, se deberá continuar e intensificar el diálogo emprendido entre las Naciones Unidas y las instituciones de Bretton Woods, para crear las condiciones óptimas que aseguren que la nueva arquitectura financiera internacional refleje los intereses globales de la comunidad internacional.
30. Paralelamente, las Naciones Unidas deben fortalecer la promoción del desarrollo social integral, mediante un mayor impulso al cumplimiento de los compromisos adquiridos en la Cumbre del Desarrollo Social, así como a través del diseño de esquemas de cooperación internacional y ejecución de un mayor número de programas y proyectos que permitan hacer frente a las consecuencias de las crisis financieras. Las reformas financieras deberán privilegiar los objetivos de crecimiento sostenido, como método efectivo de lucha contra la pobreza.
31. Las propuestas anteriores deben contribuir a la preparación de la Conferencia de alto nivel en el 2001 sobre financiamiento para el desarrollo, misma que debe permitir realizar un examen integral y sistemático de este tema, así como del impacto de la inestabilidad y las crisis financieras en el desarrollo social.
32. La Conferencia representa una importante ocasión para tratar de manera sistémica e integral el desarrollo desde la perspectiva financiera, contribuyendo al análisis y la movilización de recursos para una adecuada instrumentación de los resultados de las conferencias y cumbres organizadas en años recientes por Naciones Unidas.
33. Con el fin de que la contribución de América Latina y el Caribe a los cambios que impulsará esta Conferencia recoja los puntos de vista de todos los involucrados, consideramos importante la celebración previa de reuniones regionales de alto nivel, que involucren actores gubernamentales e intergubernamentales, encargados de las relaciones externas, de las finanzas, de los bancos centrales, del comercio y del desarrollo social.
34. Asimismo, consideramos importante que las Naciones Unidas difundan los resultados de esta reunión a fin de contribuir al análisis y consultas que se realizan en los distintos foros e instituciones interesadas. Estimamos que estos resultados pueden complementar el examen celebrado hasta ahora sobre la materia e impulsar una mayor coordinación de esfuerzos e intercambio de puntos de vista e información, necesarios para la construcción de consensos a escala global.

## Conclusions

The main conclusions of the meeting, which we are submitting to the consideration of the Secretary-General of the United Nations, are as follows:

1. The financial crises of recent years, the effects of which had a deep-seated impact on the international system as a whole, highlighted the disruptive capacity of international financial markets; the insufficiency of isolated actions; the urgent need to identify and coordinate preventive measures that can be implemented at the national, regional and global levels; and the need for stability in the financial system to advance on the social agenda and towards a new development strategy.
2. The recurrence, deepening and complexity of global phenomena and their systemic nature make it necessary to redefine the existing international cooperation mechanisms and thus establish the causes, solutions and preventive measures for problems that surpass the national sphere. Global economic problems pose a challenge to countries' social development efforts. Therefore, international economic problems and national development issues must be addressed from a comprehensive perspective, involving national governments, regional and multilateral organizations and the relevant market agents.
3. The economies most affected by the crises have recently shown a recovery. However, this should not lead to an attitude of complacency in international financial circles. Moreover, it is important that both the countries that have undergone periods of crisis and those that have not should redouble efforts to prevent future periods of instability. Similarly, in Latin America and the Caribbean we consider that international financial stability is a global public asset and that the region should participate with a sense of joint responsibility in the processes aimed at strengthening international financial governance.

### Advances and challenges of a new international financial architecture

4. International financial institutions should redefine their policies to respond to the major challenges posed by international financial markets and carry out the changes needed to prevent and avoid new crises. Similarly, the varying characteristics of each institution should be taken into account in order to prevent duplications and make their operation more efficient through a clear definition of their roles.
5. The design of mechanisms to extend financing in difficult times is an important point to be borne in mind in designing the new international financial architecture. However, the magnitude of recent financial crises and the large amount of funds needed to provide liquidity during periods of instability make it impossible for international financial institutions to act as lenders of last resort in crisis situations.
6. The assessed-contribution system of international financial institutions needs to be reviewed in order to increase the funds available and thus provide timely support to economies in difficulties. Moreover, supplementary sources of liquidity, such as the anticyclic use of special drawing rights and the creation or strengthening of regional reserve funds should also be sought.
7. In this regard, strategies such as the contingency borrowing facilities recently designed by the IMF are considered to be a breakthrough. It is essential that the requirements for gaining access to such resources be clear and known in advance, and that such borrowing facilities be sufficient, timely and accessible.
8. Crisis prevention and management calls for greater consistency and harmonization in national and multilateral policies, which does not necessarily imply following the same norm, and

respect for the economic and social conditions of each country. This points up the need for a more effective supervision and coordination of a preventive nature. In this respect, the contributions made in this regard by the countries of Latin America and the Caribbean through their financial stabilization and rehabilitation programmes deserve mention.

9. It is indispensable to develop an Early Warning/Prevention System to avoid, or, if applicable, to promptly reduce the risks of a financial crisis. In this context the efforts of the IMF to build empirical models to help to predict balance-of-payments crises are encouraging. It is essential to recognize the shifting nature of crises and the variability of their causes, as well as the possibility of their spreading to fundamentally sound economies.
10. There is a need to ensure the transparency of international financial markets and particularly of short-term capital flows, and to improve methods of collecting and disseminating economic information.
11. Banking and financial supervision and regulation are two props for the stability of international financial markets. In this regard continuing to advance in the design of appropriate regulatory frameworks that take into account the standards of the Basle Committee for Banking Supervision and the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) is recommended, with special attention on the needs of developing countries.
12. An important element in reforming the international financial architecture should be to strengthen incentives in industrialized countries to exercise greater discipline in investment decisions, reduce leverage and limit systemic risk, and to establish the supervision of extraterritorial financial centres.
13. It is necessary to strengthen the joint responsibility of the private sector both in preventing and in managing crises. Creditors must effectively assume their share of risk on extending loans. The aim of the measures proposed is to reduce the moral hazard that arises when creditors and investors are bailed out continuously. Additionally, the burden of crises should be distributed more evenly between the public and private sectors, and between debtors and creditors and investors.
14. The assessment of sovereign risk must be subjected to strict, objective and public parameters. It is important for risk-assessment agencies to provide full, consistent information on a regular basis.
15. The orderly liberalization of capital flows is essential for countries to gain access to funds for development and productive investment. An appropriate institutional framework needs to be established to facilitate productive investment and limit the volatility of short-term capital flows. Until clear international rules are established for the management of speculative capital, at its origin and destination alike, each country must safeguard its capital account in keeping with its exchange regime and the use of market instruments and mechanisms.
16. Defining the role of multilateral agencies and regional and subregional institutions is of the utmost importance in all the above tasks. Equally important is to ensure an equitable representation of developing countries in defining and implementing the corresponding mechanisms.
17. In this context it is important to conclude the studies and consultations being carried out by developed countries within the framework of the G-7, with the support of the Bretton Woods institutions and of their central banks. The regional and coordination groups of developing countries, such as the G-77, G-24, G-15, and G-Río should strengthen their participation in discussions with the G-7 and industrialized countries, in order to ensure the consistency and universality of economic policy measures and of the design and implementation of the new

international financial architecture. Regional and subregional financial institutions must play a vital role in this task.

### **The challenges of social development in a context of financial globalization**

18. In addition to their effects on the international financial system, the financial crises of this decade have had a devastating impact on social development projects of the countries concerned. This situation is particularly serious in view of the poverty levels observed in affected countries.
19. Official global flows for development assistance by donor countries have fallen to 0.22 per cent of the Gross National Product (GNP) of developed countries, the lowest figure in the past twenty years. Efforts must be redoubled in this regard, in order to fulfil the commitment undertaken at the World Summit on Social Development for donor countries to allocate 0.7 per cent of their GNP to official assistance for development and, for their part, for receiver countries to earmark an average of 20 per cent of such financial assistance to social development programmes and another 20 per cent of their national budget to basic social programmes.
20. It is important to give impetus to productive investment and to secure financing under favourable terms to less developed countries in order to ease their debt burden. We therefore support the initiative to reduce the debt of highly indebted poor countries (HIPC). In this respect emphasis was placed on the importance of ensuring that the cost of debt relief to multilateral regional and subregional agencies be financed by the borrowing and non-borrowing members of the multilateral institutions involved, in accordance with their payment capacity and level of development. It would also be advisable for donations of international funds for this initiative to be allocated primordially to support regional and subregional banks and bilateral debt between developing countries.
21. The IMF's adjustment programmes to correct the structural causes of crises should take care that this process does not lead to an over-adjustment resulting in a severe drop in economic activity or sharp cuts in social spending.
22. The level of social spending must be a sovereign decision made by each country on the basis of its possibilities and conditions. Efforts must be made to bring economic and social development into harmony, achieve a fairer distribution of income, promote gender equity and give impetus to proactive social policies, while placing particular attention on the needs of the most vulnerable groups, such as children, women, the disabled, the elderly, indigenous groups and the unemployed.
23. International development banks, particularly the World Bank and the Inter-American Development Bank, should give preference to financial support for social-welfare networks and favor human development as a final aim. For their part, governments should direct efforts to the universal improvement of social services, implement consistent macroeconomic and social policies, and reduce the economic and social costs of financial crises.

### **The role of the united nations in designing an international financial strategy with social projection**

The work of the meeting concluded with the following aspects, which in the opinion of the participants should be taken into consideration by the United Nations as a world political body par excellence.

24. The structural problems of the international financial system continue to exist. We are concerned that the overcoming most critical stages of the crisis has now given rise to



complacency and to a reduction in efforts at systemic reform. The countries of Latin America and the Caribbean are willing to participate actively, together with other developing regions, in giving new impetus to the reform process.

25. A new national and international development strategy must take into account the challenges and opportunities of globalization. The financial aspect of this strategy is a central element of efforts geared towards sustained economic growth and comprehensive social development. The aim of the international community is to reduce the volatility of international financial markets and achieve more harmonious, equitable development.
26. In view of the complex nature of global issues that affect development, such as the financial crises, it is essential to devise formulas for the United Nations to carry out its responsibilities in the search for solutions to international problems, of an economic and social nature, particularly in harmonizing the efforts of nations to deal with the problems that affect development.
27. It will be important to count on the participation of all the appropriate forums of the United Nations system, particularly specialized and regional agencies and other international organizations that deal with specific aspects of development financing.
28. The United Nations should help to devise and implement systems to strengthen early warning, prevention and prompt response capabilities to tackle the emergence and propagation of financial crises on time.
29. An important, pressing challenge for the United Nations is to include, as part of its activities in the economic, social and financial spheres, an in-depth examination of topics such as the prevention and management of financial crises, issues dealing with development financing, the rules of access to multilateral funds, the role of regional institutions, and the areas in which national autonomy should be preserved. In this context, the discussions between the United Nations and the Bretton Woods institutions should be continued and strengthened, in order to create the conditions needed to ensure that the new international financial architecture reflects the global interests of the international community.
30. At the same time, the United Nations should strengthen the promotion of comprehensive social development by giving greater impetus to the fulfilment of the commitments taken on at the Social Development Summit, designing international cooperation plans and executing a greater number of programmes and projects with which to deal with the consequences of financial crises. Financial reforms should favour the aims of high-quality sustained growth as an effective means of fighting poverty.
31. The above proposals should contribute to the preparation of a high-level conference in 2001 on financing for development, which should also include a comprehensive, systematic examination of this issue and of the impact of instability and financial crises on social development.
32. The conference is an important opportunity for approaching development from the financial perspective in a systemic, comprehensive manner, in order to contribute to the analysis and mobilization of resources for the appropriate implementation of the results of recent United Nations conferences and summits.
33. In order to ensure that Latin America and the Caribbean's contribution to the changes promoted by the Conference includes the points of view of all those involved, we consider it important to hold prior regional high-level meetings involving the governmental and intergovernmental officials in charge of foreign relations, finance, central banks, trade and social development.

34. Similarly, we consider it important for the United Nations to disseminate the conclusions of this meeting in order to contribute to the examination and consultations being carried out in the different forums and institutions involved. We believe that these conclusions could complement the study undertaken to date on the subject and give impetus to a greater coordination of efforts and the exchanges of points of view and information needed to build a global consensus.



Serie

temas de coyuntura

### Números publicados

- 1 Reforming the international financial architecture: consensus and divergence, José Antonio Ocampo (LC/L.1192-P), N° de venta: E.99.II.G.6 (US\$ 10.00), 1999. [www](#)
- 2 Finding solutions to the debt problems of developing countries. Report of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations (New York, 20 May 1999) (LC/L.1230-P), N° de venta: E.99.II.G.5 (US\$ 10.00), 1999. [www](#)
- 3 América Latina en la agenda de transformaciones estructurales de la Unión Europea. Una contribución de la CEPAL a la Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno de América Latina y el Caribe y de la Unión Europea (LC/L.1223-P), N° de venta: S.99.II.G.12 (US\$ 10.00), 1999. [www](#)
- 4 La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis, Pedro Sáinz y Alfredo Calcagno (LC/L.1232-P), N° de venta: S.99.II.G.13 (US\$ 10.00), 1999. [www](#)
- 5 Algunas características de la economía brasileña desde la adopción del Plan Real, Renato Baumann y Carlos Mussi (LC/L.1237-P), N° de venta: S.99.II.G.39 (US\$ 10.00), 1999. [www](#)
- 6 Internacional financial reform: the broad agenda, José Antonio Ocampo (LC/L.1255-P), N° de venta: E.99.II.G.40 (US\$ 10.00), 1999. [www](#)
- 7 El desafío de las nuevas negociaciones comerciales multilaterales para América Latina y el Caribe (LC/L.1277-P), N° de venta: S.99.II.G.50 (US\$ 10.00), 1999. [www](#)
- 8 Hacia un sistema financiero internacional estable y predecible y su vinculación con el desarrollo social (LC/L.1347-P), N° de venta: S.00.II.G.31 (US\$ 10.00), 2000. [www](#)

- El lector interesado en adquirir números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, [publications@eclac.cl](mailto:publications@eclac.cl).
- [www](#): Disponible también en Internet: <http://www.eclac.cl>

Nombre: .....

Actividad:.....

Dirección:.....

Código postal, ciudad, país: .....

Tel.: ..... Fax: ..... E.mail: .....