

VALORACIÓN DE LOS AVANCES EN LA REFORMA DE LA ARQUITECTURA FINANCIERA
INTERNACIONAL DESDE LA CRISIS ASIÁTICA

Valoración de los avances en la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional desde la crisis asiática¹

Este artículo ha sido elaborado por Miguel de las Casas, Santiago Fernández de Lis, Emiliano González Mota y Clara Mira Salama, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

Introducción

En este artículo se analizan los principales avances que han tenido lugar en la Arquitectura Financiera Internacional (AFI) tras la crisis asiática de 1997-1998, que generó un debate internacional de gran calado sobre las causas y mecanismos de propagación de las crisis y sobre las reformas que podrían mejorar su prevención y resolución. En el otoño de 1998 se publicaron tres informes² que este artículo toma como punto de partida: el primero de ellos sobre transparencia y rendición de cuentas de los sectores público y privado y de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI); el segundo sobre cómo mejorar la prevención y resolución de crisis y limitar el contagio de unos países a otros; y el tercero sobre el fortalecimiento del sistema financiero, tanto en los países industrializados como en las economías emergentes (*Emerging Market Economies*, EME³). Tras la publicación de los tres informes, la agenda de reformas fue modificándose a medida que nuevas crisis revelaban puntos débiles adicionales o alteraban el diagnóstico sobre sus causas o sobre la mejor forma de prevenirlas o resolverlas.

Para valorar los avances en la AFI en este período, se combinan dos métodos: por un lado, siempre que es posible, se realiza un estudio basado en indicadores objetivos; por otro, se presentan y analizan los resultados de una encuesta⁴ distribuida entre representantes del sector público, del sector privado y académicos, en la que los encuestados realizan, en primer lugar, una evaluación sistemática de los avances en la AFI en los últimos cinco años y, en segundo lugar, expresan su opinión sobre aspectos más concretos (recogida en el cuadro 1). La calificación otorgada a cada pregunta oscila entre 0 y 10 y el análisis, realizado para el conjunto de las respuestas, se basa, principalmente, en las medias. Una valoración de 5 se interpreta como un nivel de progreso normal, las calificaciones por encima como progresos adecuados y aquellas por debajo como avances insuficientes. Las notas por debajo de 4 podrían interpretarse, incluso, como un retroceso.

Las principales conclusiones apuntan a un progreso modesto en la reforma de la AFI, a pesar de las numerosas iniciativas que se han puesto en marcha. El avance parece mayor en las áreas de fortalecimiento del sector financiero y transparencia, mientras que es significativamente inferior en prevención y especialmente pobre en resolución de crisis. No se percibe una reducción de la probabilidad de crisis en los últimos años y no se reconocen mejoras en la recuperación del acceso a los mercados financieros internacionales tras una crisis por parte de los países afectados. En cuanto al futuro, emergen algunas ideas clave: es necesario perseverar en la mayoría de las iniciativas, si se quiere lograr que sean efectivas en términos de reducción de la probabilidad y coste de las crisis; los problemas derivan, en ocasiones, de una implementación deficiente de las reformas, lo que sugiere la necesidad de reforzar el seguimiento de dicha implementa-

1. Este artículo es un resumen del Documento Ocasional n.º 0407, *A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian Crisis*. 2. *Informe sobre transparencia y responsabilidad*, *Informe sobre crisis financieras internacionales* e *Informe sobre el fortalecimiento de los sistemas financieros*, disponibles en <http://www.bis.org/publ/othp01.htm>. 3. Para una mayor claridad en la exposición, este y otros acrónimos del documento se facilitan en inglés, tal y como son conocidos internacionalmente. 4. El cuestionario se envió, entre noviembre de 2003 y marzo de 2004, a un grupo de expertos (460), tanto de países industrializados como de emergentes. El número de respuestas final fue de 53.

Medias

1. ¿Han contribuido los desarrollos en el sistema financiero internacional a hacer las crisis menos probables en los últimos años? (0 = no, 10 = mucho menos probables)	4,04
2. ¿Son las crisis más costosas en la actualidad que antes? (0 = no, 10 = mucho más costosas)	4,63
3. ¿Se ha reducido el contagio en los años recientes? (0 = no, 10 = mucho menor)	5,13
4. ¿Son adecuadas las iniciativas actuales tendentes a fortalecer la Arquitectura Financiera Internacional? (0 = no lo son en absoluto, 10 = muy adecuadas)	5,29
5. ¿Los actores económicos utilizan la información disponible en su toma de decisiones? (0 = poco, 10 = toda la información disponible)	6,41
6. ¿Contribuye una mejora en la transparencia a reducir la probabilidad de crisis en mercados emergentes? (0 = poco, 10 = mucho)	6,05
7. ¿Contribuye la iniciativa de normas y códigos del FMI-BM a la estabilidad del sistema financiero? (0 = no, 10 = mucho)	5,64
8. ¿Contribuyen las tendencias actuales en regímenes cambiarios a la prevención de crisis? (0 = no, 10 = mucho)	5,38
9. ¿Son las siguientes medidas eficaces en la resolución de crisis? ¿Hasta qué punto? (0 = no son eficaces, 10 = muy eficaces)	
a) Rescates del FMI	4,52
b) Cláusulas de Acción Colectiva (CAC)	6,05
c) Código de conducta	4,71
d) Mecanismo estatutario de reestructuración	4,73
e) Controles de capital	4,25
f) Suspensión de pagos	5,00
g) Suspensión temporal de la capacidad de emprender acciones legales contra el deudor (<i>stay on litigation</i>)	4,94

FUENTE: Banco de España.

ción; y, finalmente, parece necesaria una mayor claridad en la estrategia de resolución de las crisis, particularmente en los procesos de reestructuración de deuda, lo que posiblemente facilitaría la recuperación del acceso a los mercados financieros internacionales.

El resto del artículo se estructura como sigue: a continuación se describen los principales acontecimientos que han marcado los cambios en la agenda de reformas de la AFI tras la crisis asiática (1998-2003); en las tres secciones siguientes se estudia el progreso que ha tenido lugar en las tres áreas identificadas por los informes de 1998, cuya estructura sigue siendo válida, aunque se ha completado con los nuevos elementos identificados en la mencionada sección dedicada a los desarrollos principales del debate sobre AFI. Por último, se presentan algunas conclusiones.

Desarrollos principales en el debate sobre AFI a partir de 1998

La elaboración y publicación de los mencionados informes sobre AFI prácticamente coincidió con las crisis rusa y de Long Term Capital Management (LTCM), acaecidas en el verano y otoño de 1998. Aunque su análisis y recomendaciones están influenciados por aquellos acontecimientos, algunas de las lecciones extraíbles de estas experiencias se incorporaron solo parcialmente a los informes de 1998. El objetivo de esta sección no es llevar a cabo una revisión exhaustiva de las crisis que tuvieron lugar entre 1998 y 2003 (tema sobre el que existe

abundante literatura⁵), sino únicamente apuntar los principales acontecimientos que afectaron al debate sobre AFI.

El principal cambio en este sentido fue la reorientación del énfasis, que pasó de las crisis de liquidez a las de solvencia, principalmente como resultado de las crisis de Rusia (1998) y de Argentina (2001). La suspensión de pagos de Rusia fue, en buena medida, una sorpresa para los mercados financieros internacionales y tuvo como consecuencia un aumento súbito de la percepción de la probabilidad de impago de la deuda soberana de los países emergentes como categoría de inversión. En un contexto de apalancamiento muy elevado de los participantes en estos mercados, la crisis rusa dio lugar a un incremento de los diferenciales de una gran variedad de activos de alto riesgo, entre ellos la deuda de las EME⁶. En esta situación, la crisis de LTCM exacerbó la sensación de riesgo de liquidez y de crédito, lo que explica que parte del debate sobre AFI tras la crisis rusa se centrara en la importancia de la publicación de información sobre la posición y nivel de apalancamiento de los agentes participantes en estos mercados, sobre todo las instituciones con alto apalancamiento, como los Fondos de Cobertura (Hedge Funds). Otra lección de Rusia se refiere al papel y políticas del FMI: no hay países «demasiado grandes para caer», y los impagos pueden ser, en última instancia, inevitables si la deuda es insostenible (crisis de solvencia).

Uno de los países más afectados por la crisis rusa fue Brasil (1999). El incremento de la aversión al riesgo respecto a las economías emergentes como categoría de inversión llevó a los inversores a ajustar posiciones en países que tenían escasos vínculos reales con el país de origen de la crisis. Este ajuste tuvo lugar, con frecuencia, en los mercados emergentes más líquidos, lo que explica, en parte, que Brasil sufriera un impacto mayor. Sin embargo, esta no fue la única causa: la debilidad del régimen de tipo de cambio y de las finanzas públicas brasileñas también desempeñó un papel significativo.

El enfoque del debate sobre resolución de crisis cambió, en septiembre de 2000, con la adopción por parte del FMI del Marco de Praga, que hacía hincapié en el peligro del riesgo moral (entendido como una excesiva asunción de riesgo por parte de los inversores privados ante la expectativa de un rescate por parte de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI) en caso de crisis). Este nuevo paradigma reforzó la idea de que la resolución de crisis requería una combinación de ajuste doméstico, financiación oficial «catalítica»⁷ e implicación del sector privado (*Private Sector Involvement*, PSI). La aplicación de este marco ha guiado buena parte de los desarrollos de la AFI en los últimos años, muy especialmente aquellos relacionados con la resolución de crisis. Una de las primeras consecuencias de su aplicación fue la consideración de la implicación del sector privado (de carácter más o menos voluntario) como parte integral y esencial de todo programa del Fondo, lo que centró el debate en las formas de mejorar la coordinación entre el deudor y sus acreedores y entre estos últimos.

El Marco de Praga se puso a prueba muy pronto, como consecuencia de las crisis argentina y turca, episodios que tuvieron en común los problemas fiscales y la rigidez del régimen cambiario. Tras la crisis asiática, que se centró en los riesgos derivados del alto endeudamiento privado, la mayoría de las crisis que tuvieron lugar entre 1998 y 2003 supusieron un retorno de los problemas tradicionales de política fiscal. En Turquía (2001) no solo hubo un problema de deuda y déficit excesivos, sino que la estructura de la deuda estaba, además, muy sesgada hacia el corto plazo, lo que acrecentaba los problemas de liquidez. En materia de resolu-

5. Véanse, por ejemplo, Fisher (2002), Eichengreen (2001) y Ortiz (2002). 6. Véase CGFS (1999a). 7. Este término hace referencia al efecto de incentivo sobre los flujos de capitales privados que tiene el anuncio de un programa económico respaldado por las IFI.

ción de crisis, el caso de Turquía demostró que la estrategia de PSI voluntario (que había tenido éxito en Corea unos años atrás) era mucho más complicada de llevar a la práctica cuando estaba involucrado un mayor número de instituciones (tanto nacionales como extranjeras) y cuando había una menor disposición de los bancos centrales de los países industrializados a ejercer una cierta persuasión moral sobre sus instituciones para renovar los créditos.

La crisis en Argentina (2001) fue, probablemente, la más dramática de los últimos años y de la que es posible extraer más lecciones sobre las políticas que conviene aplicar. Entre ellas cabe destacar la dificultad para distinguir, en la práctica, entre iliquidez e insolvencia (o, más concretamente, los problemas para decidir, en una situación de dinámica adversa de los mercados, en qué momento la suspensión de pagos resulta inevitable). El caso argentino reforzó además la idea de que es difícil mantener regímenes de tipo de cambio fijo extremos a largo plazo si el mercado de trabajo no es también muy flexible y la política fiscal suficientemente disciplinada. Esto confirmó a su vez la creencia de que, en general, la flotación es la mejor opción para países con gran movilidad de capitales y muy dependientes de la financiación exterior. La elevada dolarización de los pasivos de los sectores público y privado introdujo una fuerte vulnerabilidad ante una devaluación.

Una lección adicional de la crisis argentina fue la necesidad de asegurar la disciplina fiscal a todos los niveles gubernamentales, incluidas las Administraciones Locales. En esta crisis, también se pusieron de manifiesto los riesgos asociados a una excesiva exposición de los bancos a la deuda gubernamental; cuando se cortó el acceso a los mercados financieros internacionales, la presión del Gobierno para colocar deuda pública en el sistema financiero doméstico agravó este problema. En lo relativo a prevención de crisis, el caso argentino demostró que las líneas de crédito contingente privadas no fueron operativas cuando realmente se necesitaron. Finalmente, la crisis argentina destacó la importancia de la solidez legal e institucional para reducir la probabilidad de crisis y para hacer su resolución menos onerosa.

Las crisis rusa y argentina generaron un intenso debate sobre las reestructuraciones de deuda soberana, que desembocó en la discusión de un enfoque estatutario (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, SDRM) y otro contractual (con las Cláusulas de Acción Colectiva, CAC, como principal elemento), además de un Código de Conducta para su resolución.

En el contexto de un amplio consenso internacional en torno a las virtudes de la flotación, la crisis de Brasil (2002) recordó a la comunidad internacional que los regímenes cambiarios flexibles también son vulnerables cuando la deuda es elevada y está indiciada al tipo de cambio y/o al tipo de interés. La importancia de las expectativas sobre futuros acontecimientos políticos, como catalizador de ataques especulativos, fue un factor importante en la crisis brasileña, que demostró nuevamente que un país puede pasar de un equilibrio «bueno» a uno «malo» muy rápidamente (equilibrios múltiples).

En resumen, todos estos episodios pusieron de manifiesto que, a pesar de los avances en la reforma de la AFI, las crisis (algunas de ellas especialmente profundas y dolorosas) continuaban siendo una característica de los mercados financieros internacionales. El mayor énfasis en la distinción entre crisis de liquidez y de solvencia fue, en la práctica, difícil de aplicar, en parte debido a la existencia de una zona gris entre ambas. El propio concepto de PSI voluntario se vio cuestionado. Después de las crisis argentina y rusa, los mecanismos para reducir el coste de las crisis de solvencia y las suspensiones de pagos constituyeron una de las principales áreas de debate.

Medias

1. Transparencia del sector público	1. Transparencia en la gestión de la política fiscal y monetaria	5,86
	2. Implementación del Código de Transparencia Fiscal del FMI	5,29
	3. Disponibilidad de información sobre la posición neta de divisas	6,23
	4. Implementación del Código sobre Transparencia en Política Monetaria del FMI	6,25
	5. Utilidad de la información que proporcionan el GDDS y SDDS	6,61
	Total	6,05
2. Transparencia de las instituciones financieras internacionales:	1. Transparencia de las políticas del FMI	6,38
	2. Responsabilidad y rendición de cuentas del FMI	4,86
	3. Utilidad y conocimiento de <i>Informes Sobre Observancia de Códigos y Normas (ROSC)</i>	5,91
	4. Transparencia de los Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMD)	4,92
	5. Responsabilidad y rendición de cuentas de los BMD	4,22
	Total	5,26
3. Transparencia del sector privado	A) Publicación de información relevante por parte de las empresas financieras	4,01
	A.1. Su exposición en los mercados emergentes	4,40
	A.2. Su exposición en los mercados industrializados	4,75
	A.3. En el caso específico de los fondos de cobertura	2,42
	A.4. En el caso particular de los inversores institucionales	3,84
	B) Publicación de información relevante por parte de empresas no financieras	3,85
	B.1. Su exposición en mercados emergentes	3,69
	B.2. Su exposición en mercados industrializados	4,08
	Total	3,86
	Total de transparencia	4,98

FUENTE: Banco de España.

Para completar el repaso a los cambios en el debate sobre la AFI desde 1998, debe hacerse una referencia a las crisis empresariales en buen número de países industrializados, tras el estallido de la burbuja bursátil a principios de 2000, de las cuales Enron fue, probablemente, la más significativa. Estos episodios motivaron un extenso debate sobre gestión empresarial, contabilidad, auditoría y regulación del sector privado. Aunque estos problemas afectaron principalmente a las economías más desarrolladas, también tuvieron incidencia en los mercados emergentes, ya que los flujos financieros hacia estos últimos dependen, en gran medida, del correcto funcionamiento de los mercados financieros en los países más avanzados.

Transparencia

La crisis asiática puso de manifiesto las deficiencias existentes en este campo y, por ende, las reformas que debían realizarse. Una mayor transparencia permitiría un funcionamiento más eficiente de los mercados financieros internacionales, que ejercerían de manera más eficaz la llamada «disciplina de mercado», que a su vez proporcionaría a los Gobiernos incentivos para llevar a cabo políticas económicas saneadas. Además, una mayor transparencia contribuiría a aumentar la capacidad de discriminación de los agentes financieros, reduciendo el contagio. Según el FMI⁸, los países con mayores niveles de transparencia suelen tener menores tasas de inflación y también un menor déficit, lo que contribuye a la estabilidad financiera internacional y al crecimiento económico.

Los principales resultados de la encuesta en el área de transparencia se recogen en el cuadro 2.

8. FMI (2003).

En este campo, los avances en las distintas áreas siguieron pasos similares: inicialmente, el FMI, en colaboración con otros organismos internacionales, elaboró un código de buenas prácticas, que vino seguido por unas directrices sobre cómo aplicarlo. Este modelo se utilizó en el caso de la transparencia en la política fiscal, política monetaria, deuda externa y posición de liquidez internacional en divisas de un país.

Los resultados de la encuesta muestran que, en general, se valora de manera positiva el progreso en la transparencia del sector público (6,05), y también, aunque en menor medida, de las IFI (5,26), lo que contrasta con la peor valoración del progreso en el sector privado (3,86).

En las áreas de transparencia fiscal y monetaria, destaca la adopción de sendos códigos de buenas prácticas, cuya aplicación es voluntaria, si bien el FMI trata de fomentar su cumplimiento. La encuesta muestra que se aprecia cierto avance en la puesta en práctica del Código de Transparencia Fiscal (5,29), aunque este progreso es el más bajo de todo el bloque de transparencia del sector público. Por el contrario, la puesta en práctica del Código de Transparencia en las Políticas Monetarias y financieras muestra un progreso significativo (6,25, uno de los resultados más altos del bloque del sector público).

En cuanto a estadísticas macroeconómicas, se han realizado progresos sustanciales en la recopilación, calidad y diseminación de datos por parte de los países suscriptores de la iniciativa de Normas Especiales para la Divulgación de Datos [*Special Data Dissemination System* (SDDS)] y del Sistema General de Divulgación de Datos [*General Data Dissemination System* (GDDS)]⁹. Estudios empíricos muestran que los países que cumplen con el SDDS normalmente consiguen reducir sus costes de financiación y, por tanto, se facilita su acceso a los mercados internacionales¹⁰. En la misma línea, los resultados de la encuesta señalan que tanto el GDDS como el SDDS proporcionan una información de notable utilidad (el 6,61 con el que se evalúa esta sección es la calificación más alta de la misma y una de las más elevadas de todo el cuestionario). Se podría concluir, por tanto, que estas iniciativas han contribuido significativamente a la mejora en la recopilación, diseminación, calidad y transparencia de la información y, por extensión, al mejor funcionamiento de los mercados financieros internacionales.

El Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS) elaboró un formulario que serviría de modelo para la publicación de información sobre la posición neta en divisas, desarrollado posteriormente por el CGFS y el FMI¹¹. Esta última institución preparó unas directrices para su puesta en práctica, e incorporó este modelo a los requerimientos del SDDS. Además, todos los suscriptores de este sistema publican ahora información sobre su posición de inversión internacional, información que también publican otros países no suscriptores a través de las Estadísticas Financieras Internacionales.

La inclusión de la deuda externa como nueva categoría en el SDDS, que abarca información sobre el endeudamiento del Gobierno, las autoridades monetarias, el sector bancario y otros sectores internos, es asimismo resultado de la crisis asiática. El GDDS también incluye la exigencia de publicar información sobre la deuda externa, pero limitada a la deuda pública y

9. Las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (SDDS), establecidas por el FMI en 1996 y dirigidas a países que tienen –o podrían tener– acceso a los mercados internacionales de capital, indican el compromiso de aplicar una serie de normas de divulgación en cuatro niveles: características, calidad e integridad de los datos, y acceso público a los mismos. El Sistema General de Divulgación de Datos (SGDD), menos ambicioso y abierto a todos los países, trata de ayudar a estos a proporcionar datos más fiables y mejorar sus sistemas estadísticos. 10. Véase, por ejemplo, Gelos y Shang-Jin Wei (2002). 11. CGFS (1999b).

garantizada por el Estado, así como sobre el servicio de esta deuda. Además, desde marzo de 1999 la OCDE, el BIS, el FMI y el Banco Mundial distribuyen una nueva serie de datos trimestrales sobre la deuda externa de 176 países en vías de desarrollo y en transición.

Los encuestados evalúan positivamente todas estas reformas y consideran que el progreso ha sido significativo en lo referente a la información disponible sobre la posición en moneda extranjera (6,23), lo cual es coherente con la valoración positiva de los avances en materia de SDDS y GDDS.

Los *Informes sobre la Observancia de Estándares y Códigos [Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSC)]* consisten en la preparación de un informe por parte del FMI y el Banco Mundial, que analiza el cumplimiento de determinados códigos y estándares internacionales, en un país y a lo largo de un período determinado. La evidencia empírica muestra una correlación positiva entre el número de ROSC publicados y las mejoras en la calificación crediticia de los países¹². Asimismo, estos informes contribuyen a identificar las vulnerabilidades institucionales de un país, permitiéndole mejorar sus puntos débiles y reforzar la supervisión, a través de la prestación de asistencia técnica. La encuesta muestra un considerable nivel de conocimiento y utilización de los ROSC (5,91).

Para un correcto funcionamiento de los mercados financieros, además de una amplia publicación y disseminación de información por parte de las autoridades, es necesario que esta información sea utilizada de manera adecuada por los agentes económicos, es decir, que estos la incorporen a sus procesos de toma de decisiones. Los encuestados opinan que los agentes utilizan la información disponible en su toma de decisiones de forma bastante adecuada (6,41, uno de los resultados más altos de la encuesta).

TRANSPARENCIA
EN LAS INSTITUCIONES
FINANCIERAS INTERNACIONALES

En los últimos años se ha observado un incremento sustancial en el número de documentos publicados por parte del FMI, lo que incluye informes, agendas, artículos, etc. Varias reformas sucesivas han ido mejorando la política de publicaciones de esta institución, que alcanza a un número cada vez mayor de documentos. La política de presunción de publicación, según la cual los documentos se publican a no ser que las autoridades se opongan expresamente, se extendió de las cartas de intención y los memorandos de política económica y financiera (1999) a los documentos de política del FMI (en septiembre de 2002), y más recientemente a los informes sobre el uso de los recursos del Fondo, informes del artículo IV y notas de información al público relacionadas con ellos. Tras la revisión de 2003 también se publica la *Agenda del directorio ejecutivo*.

Los encuestados valoran todas estas reformas positivamente (6,38, la nota más alta en el bloque de instituciones internacionales). En cuanto a la rendición de cuentas del FMI, los resultados de la encuesta muestran que el progreso se considera más limitado (4,86).

Los Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMD) también han llevado a cabo reformas en este sentido. Según los encuestados, el progreso tanto en la transparencia como en la rendición de cuentas de estos organismos es más reducido que en el caso del FMI (4,92 y 4,22, respectivamente).

TRANSPARENCIA EN EL SECTOR
PRIVADO

La publicación de información empresarial es parte fundamental de las exigencias sobre gestión corporativa, que se analiza con mayor detenimiento en el epígrafe dedicado al fortaleci-

12. Fitch Ratings (2002).

miento del sector financiero. Los resultados de la encuesta en este apartado son bastante inferiores (3,86) a los del sector público y las IFI.

El desglose por apartados muestra que el progreso en transparencia de empresas no financieras es, a nivel agregado, inferior al de las empresas financieras (3,85 frente a 4,01). En ambos casos se valora mejor la información sobre su exposición en países industrializados que en emergentes. En el caso de las empresas no financieras, la crisis de Enron puso de manifiesto la necesidad de realizar mejoras en la transparencia y en las prácticas contables. En cuanto a las mejoras destinadas a empresas financieras, tanto el Comité de Basilea como el FMI contribuyeron a la preparación de códigos y principios. En este último grupo destaca la valoración negativa que resulta de la encuesta de los avances en transparencia de los fondos de cobertura (*hedge funds*).

Prevención y resolución de crisis

El área de prevención y resolución de crisis es, probablemente, la que ha generado un mayor debate en los últimos años. Los avances han estado marcados por importantes acontecimientos, como la adopción del llamado Marco de Praga en el año 2000 y la propuesta para la creación de un Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (SDRM)¹³, que alteraron profundamente la agenda de reformas previstas. El debate académico también ha sido muy activo, tal como se refleja en el cuadro 3, que resume la evidencia empírica sobre frecuencia, intensidad, duración y contagio de las crisis. En lo relativo a la frecuencia la literatura es escasa y los resultados ambiguos y muy dependientes del período de estudio escogido, aunque el análisis a largo plazo parece revelar una tendencia creciente. Tampoco hay evidencia clara de que las crisis sean, en términos generales, más dañinas o duraderas que en el pasado, aunque sí parece haber evidencia del mayor coste de las llamadas crisis gemelas (en las que coinciden las crisis bancaria y de tipo de cambio).

Los resultados de la encuesta en el área de prevención y resolución de crisis, recogidos en el cuadro 4, también muestran una amplia diversidad de opiniones en este terreno. Las respuestas reflejan incertidumbre sobre si las crisis son ahora más dañinas que en el pasado (con una media de 4,63, las medidas de dispersión presentan unos valores muy elevados).

PREVENCIÓN A NIVEL NACIONAL

La primera línea de defensa en la prevención de crisis son las políticas nacionales. Es muy difícil encontrar indicadores objetivos del grado de progreso en la aplicación de políticas monetarias y fiscales adecuadas en las economías emergentes, aunque el descenso en las tasas de inflación y el aumento de los déficit públicos en este bloque de países podría apuntar a un mejor progreso en el primer ámbito que en el segundo, lo que resulta coherente con los resultados de la encuesta (6,13 frente a 4,71).

En lo que se refiere a los regímenes cambiarios, en los últimos años un número cada vez mayor de países ha optado por regímenes de flotación, al menos «de jure». Según los resultados de la encuesta, esta evolución se percibe como positiva (5,83). Los comentarios que acompañan las respuestas al cuestionario indican que los regímenes flexibles se consideran, en general, menos proclives a las crisis que los tipos de cambio fijos. Los encuestados también confirman este punto de vista cuando se les pregunta directamente hasta qué punto la actual tendencia hacia una mayor flexibilidad de los regímenes cambiarios contribuye a la prevención de crisis.

También es positiva la valoración de los avances en la gestión de la posición en moneda extranjera (5,48), de acuerdo con lo señalado en el apartado sobre transparencia.

13. Véase Krueger (2001 y 2002).

PREVENCIÓN A NIVEL
INTERNACIONAL
Reducción de la vulnerabilidad
a la volatilidad de los flujos
de capital

En los últimos años se han puesto en marcha distintas iniciativas con el objetivo de mejorar la capacidad para detectar vulnerabilidades en el sistema monetario internacional, entre ellas el análisis de balances y de los desajustes en la posición en moneda extranjera, la supervisión de los sectores financieros y el análisis de la sostenibilidad de la deuda. Aunque la evidencia empírica parece apuntar a una reducción de la volatilidad de los flujos de capitales desde 1998, las respuestas al cuestionario muestran que los agentes están lejos de percibir una reducción de la vulnerabilidad de las economías emergentes ante movimientos inesperados de los flujos de capital (3,87). De hecho, una calificación tan baja podría interpretarse incluso como un incremento de dicha vulnerabilidad.

Contagio

Entre las iniciativas adoptadas en diversos momentos para evitar el contagio destacan las líneas de crédito contingente, tanto de organismos multilaterales como privadas, aunque ni unas ni otras han tenido éxito. En 1999, tras la crisis rusa, el FMI estableció su Línea de Crédito Contingente [*Contingent Credit Lines* (CCL)], como mecanismo de prevención de crisis. Esta línea estaba diseñada para aquellos países que contasen con una evaluación positiva de sus políticas por parte del Fondo y que se enfrentasen a una posible pérdida de acceso a los mercados financieros internacionales, motivada por un problema de contagio y no por una debilidad interna. La idea subyacente era ofrecer una línea de crédito preventiva a aquellos países que cumplieren una serie de requisitos. A pesar de varias tentativas para hacerla más atractiva, la CCL nunca se utilizó. Finalmente, el Consejo del FMI decidió dejar que expirase en noviembre de 2003.

Las líneas de crédito contingente privadas constituyen un tipo de seguro frente a una crisis de liquidez. Negociadas en tiempos de calma, tienen la capacidad de movilizar fondos privados en momentos de dificultad. Sin embargo, su aplicación se ha revelado difícil en la práctica, ya que las instituciones financieras se muestran reticentes a su activación cuando se acerca una crisis y, además, pueden contrarrestar su impacto reduciendo su exposición al país en cuestión por otras vías. En la práctica, países que contaban con estas líneas se han encontrado con problemas a la hora de activarlas cuando realmente las necesitaban.

A pesar del fracaso de las líneas de crédito contingente oficiales y privadas, los problemas de contagio parecen haberse reducido ligeramente, quizá gracias al aumento de la transparencia comentado en la sección sobre transparencia. Esta es la opinión que parece desprenderse de la encuesta (5,13), apoyada por los comentarios, que afirman que en las crisis recientes no se han observado fenómenos de contagio comparables a los de la crisis asiática. La valoración de las iniciativas orientadas a establecer líneas de crédito contingente e instrumentos para facilitar el acceso a la liquidez es muy baja (3,79).

Cláusulas de acción colectiva

Las CAC¹⁴ constituyen una de las áreas en las que más se ha progresado. Las primeras propuestas, de mediados de los años noventa¹⁵, tropezaron con la oposición de los inversores privados y de los Gobiernos de los países con mercados emergentes, temerosos, respectivamente, de que facilitaran indebidamente las reestructuraciones de deuda y de que aumentarían sus costes de financiación.

A pesar de esta oposición inicial, las opiniones fueron cambiando y en el año 2003 tuvo lugar un claro giro hacia la adopción de CAC en los contratos de deuda soberana emitidos bajo las

¹⁴. Provisiones legales que se introducen en los contratos de deuda y que, mediante la reducción los umbrales de voto necesarios para modificar los términos del acuerdo, facilitan una eventual reestructuración de dicha deuda. ¹⁵. Véase Echengreen y Portes (1995).

REVISIÓN DE LA LITERATURA EMPÍRICA RECIENTE SOBRE CRISIS

AUTOR	METODOLOGÍA	FRECUENCIA
GUPTA, MISHRA & SAHAY (2003)	195 crisis cambiarias en 91 países entre 1970 y 1998.	
KAMINSKY, REINHART & VÉGH (2003)	Crisis financieras entre 1980 y 2000.	
KAMINSKY (2003)	Crisis de 20 países industrializados y en desarrollo, entre 01/1970 y 02/2002 (96 crisis cambiarias en total).	
BORDO & EICHENGREEN (2002)	Análisis cuantitativo de crisis bancarias y cambiarias anteriores a 1914 (32) y su comparación con los noventa.	Las crisis son cada vez más frecuentes.
HUTCHISON & NEUBERGER (2002a)	Datos de 24 países emergentes de 1975-1997.	
HUTCHISON & NEUBERGER (2002b)	Datos de 24 países emergentes de 1975-1997.	
HOGGARTH, REIS & SAPORTA (2001)	Datos de 47 países de 1977-1998.	
BORDO, EICHENGREEN, KLINGEBIEL & MARTÍNEZ-PERIA (2000)	Base de datos de 120 años de indicadores financieros.	Desde 1973 la frecuencia dobla la del período de Bretton Woods. La mayor movilidad de los flujos es un determinante de la mayor frecuencia de las crisis.
BORDO & MURSHID (2000)	Crisis antes de la II Guerra Mundial (entre guerras y antes de la I GM) y dos crisis recientes (México, 1994, y Asia, 1997).	
KAMINSKY & REINHART (2000)	80 crisis cambiarias en países industrializados y en desarrollo de 1970-1998.	
BORDO & EICHENGREEN (1999)	15 países emergentes de 1880-1914 y seis economías maduras. Similar para 10 economías emergentes con crisis en los últimos 25 años.	
EICHENGREEN & ROSE (1999)	Más de 20 países OECD desde finales de los años cincuenta.	

GRAVEDAD/TRASTORNO	CONTAGIO	COSTE
Los efectos contractivos de las crisis aumentan con mayor (i) volumen de flujos privados de capital antes de la crisis, (ii) grado de liberalización de la cuenta de capital, (iii) <i>boom</i> del ciclo económico y (iv) nivel de renta per cápita del país.		Bastante similar en los setenta, ochenta y noventa.
	Depende de la reversión de los flujos de capital, de los anuncios sorprendentes y de la existencia de un acreedor común con alto apalancamiento. Las crisis recientes son menos contagiosas por: desencadenamiento más lento, parón anterior de los flujos y acreedores menos apalancados	
El acceso a los mercados de capital puede verse seriamente dañado. Si las causas de las crisis son los excesos financieros, el ajuste puede venir vía caída de las importaciones (25%) y sin incremento de las exportaciones. En ausencia de fragilidad doméstica, la recuperación viene vía <i>boom</i> de las exportaciones. La dureza de las crisis está muy ligada al tipo de crisis (mayor en casos con excesos financieros).		Mayores pérdidas de producción en las crisis causadas por excesos financieros y menos importantes en países en los que no se han observado fragilidades domésticas.
Las crisis no son más severas ahora que antes de 1914. Las pérdidas de producción son, aproximadamente, las mismas. Poca evidencia de que sea necesario más tiempo para la recuperación.		Las pérdidas de producción son, aproximadamente, las mismas en el período previo a 1914 y en la actualidad.
		Los frenazos en las entradas de capitales tienen un impacto mayor, aunque más corto, que las crisis cambiarias. Estas últimas pueden reducir el crecimiento del PIB en un 2%-3%, mientras que los primeros pueden llegar a un 13%-15% acumulado en tres años.
		Las crisis bancarias reducen la producción un 8%-10%; las cambiarias, un 5%-8%; las gemelas no implican pérdidas mayores que la combinación de ambas.
		La pérdida de producción es mayor en las crisis gemelas que en las bancarias. También es mayor en el caso de países desarrollados donde las crisis bancarias duraron más.
Poca evidencia de que las crisis sean más severas o más largas. Las bancarias son más costosas con tipo de cambio fijo. Cada vez hay más crisis gemelas que son más dañinas.		No ha empeorado: la pérdida de producción en las crisis cambiarias está en torno a 1/2 o 1/3 del período anterior; las bancarias, en un 75%-80% respecto de las del período 1880-1913; las gemelas, algo más duras. Redes de seguridad excesivamente proteccionistas aumentan el coste.
En el siglo y medio previo a la II Guerra Mundial hubo numerosas crisis financieras, algunas de las cuales dejan a las actuales muy atrás en términos de dureza y amplitud	No hay evidencia clara de contagio, especialmente en el período más reciente.	
	El contagio es más regional que mundial; es no lineal; algunos canales de transmisión son relativamente nuevos para los mercados emergentes.	
Más graves, dado que hay más crisis gemelas.		Las pérdidas de producción en mercados emergentes son, aproximadamente, iguales en la actualidad y antes de 1914.
	Se halla evidencia de la existencia de contagio en las crisis cambiarias.	Las crisis bancarias producen una reducción de la producción del 2%-3%.

Medias

1. Prevención a nivel doméstico	1. Políticas monetarias adecuadas	6,13
	2. Políticas fiscales adecuadas	4,71
	3. Régimen de tipo de cambio adecuado	5,83
	4. Gestión adecuada de la posición en moneda extranjera	5,48
	Total	5,54
2. Prevención a nivel internacional	1. Reducción de la vulnerabilidad de las economías emergentes a la volatilidad de los flujos de capital externos	3,87
	2. Cláusulas de acción colectiva (CAC)	6,06
	3. Líneas privadas de crédito contingente y mecanismos de liquidez	3,79
	4. Coordinación de acreedores, deudores y comunidad internacional	4,31
	Total	4,51
3. Resolución de crisis	1. Contacto rápido con el FMI y acreedores	4,47
	2. Diseño y aplicación de un programa de ajuste interno	4,11
	3. Prevención de fuertes fluctuaciones del tipo de cambio	4,09
	4. Concesión de preferencia a los nuevos créditos	3,70
	5. Iniciativas para racionalizar y limitar el crédito del FMI	4,18
	6. Condicionalidad de los programas del FMI	4,48
	7. Implicación voluntaria del sector privado	3,82
	8. Mecanismos para la reestructuración de deuda soberana	3,50
	9. Acceso de las economías emergentes a los mercados financieros tras una crisis	4,32
	Total	4,07
Total de prevención y resolución de crisis		4,52

FUENTE: Banco de España.

leyes de Nueva York (en el mercado de Londres ya era práctica habitual). Como consecuencia, el porcentaje de emisiones con estas cláusulas pasó del 27,87% en 2002 al 63,22% en 2003 y al 91,67% a comienzos de 2004.

Los resultados de la encuesta muestran una evaluación relativamente buena de los avances en este terreno (6,06), la segunda más alta entre las iniciativas para mejorar la prevención y resolución de crisis. La evaluación también es alta cuando se pide a los encuestados que den su opinión sobre la utilidad de estas provisiones como mecanismo de resolución de crisis (6,05). Los comentarios subrayan que la introducción de las CAC fue un éxito y no supuso un aumento de los diferenciales de la deuda de los países emergentes. De acuerdo con otras opiniones, sin embargo, estas cláusulas, aunque son útiles, deben integrarse en un marco de resolución de crisis más amplio.

RESOLUCIÓN DE CRISIS

El progreso en el área de resolución de crisis se ha centrado, básicamente, en la reducción del riesgo moral y se ha concretado en cuatro puntos principales: la aplicación más rigurosa de los límites a la financiación por parte del FMI, la mejora de la condicionalidad de sus préstamos, las reestructuraciones de la deuda soberana y la recuperación del acceso a los mercados de capitales. Resulta interesante que la evaluación global de la encuesta sobre el progreso en la resolución de crisis (4,07) sea significativamente inferior a la de prevención de crisis (5,02).

Racionalización y limitación del crédito del FMI

Las iniciativas en esta área pueden agruparse en dos grandes bloques; clarificación y limitación de la financiación excepcional del Fondo y revisión de sus líneas de préstamo.

La discusión sobre la conveniencia de que el Fondo conceda financiación por encima de los límites normales¹⁶ ha constituido uno de los puntos centrales del debate sobre AFI en los últimos años. En septiembre de 2002 se llegó a un acuerdo y se fijaron cuatro condiciones para la concesión excepcional de financiación por encima de dichos límites: i) presiones excepcionales de balanza de pagos sobre la cuenta de capital; ii) alta probabilidad de que la deuda siga siendo sostenible, basada en un análisis riguroso y sistemático; iii) buenas perspectivas de que el país recupere el acceso a los mercados internacionales de capitales; y iv) una razonable expectativa de éxito del programa de políticas que debe aplicar el país en cuestión.

En 2000, el FMI llevó a cabo una importante revisión de sus instrumentos financieros para estudiar su grado de adecuación a la nueva economía globalizada. Se planteó, principalmente, si todos los instrumentos disponibles eran necesarios y si su diseño era apropiado. El resultado final fue la eliminación de algunas facilidades obsoletas y la modificación de otras. Al mismo tiempo, el FMI trató de mejorar su política de préstamo a países en mora (*Lending Into Arrears policy*, LIA), como un elemento clave a la hora de dar apoyo a los programas de ajuste de países en procesos de reestructuración de su deuda.

No obstante todas estas iniciativas, los resultados de la encuesta muestran una evaluación relativamente pobre de los avances en este terreno (4,18), lo que puede interpretarse como i) la existencia de cierto descontento con el nuevo marco o ii) que los agentes perciben falta de aplicación práctica de dicho marco. El análisis conjunto de este resultado y de la baja calificación obtenida por los rescates del FMI como medida de resolución de crisis (4,52) puede llevar a pensar que los agentes se inclinan más por la segunda explicación. Esta interpretación es avalada por los comentarios que acompañan la encuesta, que señalan que se ha avanzado en términos de diseño de los mecanismos de crédito del FMI, pero que su aplicación es deficiente.

Condicionalidad del FMI

Un paso más en el marco de la resolución de crisis fue la actualización de la condicionalidad¹⁷ del FMI en septiembre de 2002. La revisión que se llevó a cabo entonces tuvo dos objetivos principales: racionalizar las condiciones introducidas en los programas y potenciar la participación y la titularidad¹⁸ de los países receptores. Como consecuencia se aprobaron las nuevas líneas maestras de condicionalidad, aplicables a todos los instrumentos financieros. Los aspectos novedosos incluyeron el fortalecimiento de la «titularidad» de los programas, la limitación del número de condiciones (de manera que se pusiera más énfasis en las consideraciones esenciales), la posible evaluación de la condicionalidad basada en resultados, la relación de la condicionalidad del FMI con la de otras IFI, la especificación de todas las herramientas disponibles para el seguimiento de los programas y la posibilidad de que se establezcan plazos variables para la ejecución de las reformas estructurales.

La encuesta muestra de nuevo divergencias entre el marco aprobado y su aplicación. A pesar de la aprobación de las nuevas líneas, los encuestados no son muy entusiastas con la evaluación de los progresos (4,48). Esto puede indicar que el marco institucional no se ha aplicado tanto como estaba previsto, quizá por su relativa novedad. Algunos comentarios apuntan en esta dirección y manifiestan que la aplicación ha sido demasiado laxa, mientras que otros cuestionan el propio marco, afirmando, por ejemplo, que la racionalización de la con-

¹⁶ Estos límites constituyen la cantidad máxima de financiación que, en principio, concede el FMI y se fijan en función de la cuota de cada país en esta institución. El límite anual se sitúa en un 100% de la cuota, y el límite en términos acumulados, en un 300%. ¹⁷ Conjunto de políticas económicas que un país debe seguir como condición para la concesión de un programa del FMI. ¹⁸ Esta titularidad, «ownership» de acuerdo con la terminología del Fondo, hace referencia a la identificación del país con los objetivos del programa y a la participación en su diseño e implementación.

dicionalidad ha ido demasiado lejos o que una titularidad reforzada implica una condicionalidad blanda.

Los análisis de sostenibilidad de la deuda son imprescindibles para determinar si el recurso a su reestructuración está justificado. Así, en junio de 2002, el Consejo del FMI adoptó un nuevo marco para evaluar dicha sostenibilidad. No obstante, las iniciativas para mejorar la resolución de crisis financieras que han sido objeto de mayor atención son las relacionadas con la necesidad de llevar a cabo reestructuraciones de deuda soberana más ordenadas. La propuesta del Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (SDRM), presentada por Anne Krueger en noviembre de 2001, marcó el principio de un largo debate sobre el potencial que tendría un mecanismo estatutario de reestructuración de deuda internacionalmente aceptado. A consecuencia de este debate, el FMI presentó, a lo largo de 2002 y 2003, varias versiones de este mecanismo. Finalmente, en las reuniones del FMI de la primavera de 2003, se abandonó la idea de instaurar el SDRM, debido a la falta de apoyo político en el Consejo. La consecuencia inmediata fue la concentración de los esfuerzos en el desarrollo de las CAC, como se ha señalado más arriba.

A pesar de que la idea general de un mecanismo estatutario no llegó a implantarse con éxito, se identificaron aspectos muy importantes durante su discusión: la importancia de resolver los problemas de agregación —la posibilidad de englobar dentro de una misma reestructuración distintas emisiones de bonos y distintos tipos de deuda—, la posibilidad de declarar la suspensión de la capacidad de los acreedores para emprender acciones legales contra el deudor (en tanto que se resuelve la reestructuración), la concesión de preferencia a los nuevos créditos, etc. Algunas de estas ideas se han incorporado a otros enfoques para la reestructuración de deuda soberana, entre los cuales, además de las CAC, destaca el Código de Buena Conducta en la Reestructuración de Deuda Soberana, concebido como una herramienta complementaria para la resolución de crisis y actualmente en discusión entre los agentes privados y los Gobiernos de economías emisoras emergentes.

En las respuestas al cuestionario, el fracaso en la implementación del SDRM ha lastrado gravemente la evaluación del diseño de mecanismos de reestructuración (3,50). Sin embargo, los encuestados conceden una calificación superior a la media del bloque a la efectividad que tendría un mecanismo estatutario para la resolución de crisis (4,73). Algunos comentarios señalan que la introducción del SDRM, o de un mecanismo similar, constituiría un avance muy importante, pero que es políticamente poco realista.

En general, la pronta recuperación del acceso a los mercados financieros internacionales se considera uno de los principales objetivos del proceso de resolución de crisis. Por lo tanto, puede utilizarse como un indicador general de hasta qué punto están funcionando las iniciativas adoptadas. En este sentido, las respuestas muestran que, a pesar de dichas iniciativas, después de una crisis las economías emergentes todavía encuentran dificultades para volver a los mercados internacionales (4,32). Por lo que respecta a la participación del sector privado en la resolución de crisis, como un elemento integrante del Marco de Praga, los encuestados apenas reconocen avances (3,82).

Fortalecimiento de los sistemas financieros

Un aspecto distintivo del *Informe sobre el fortalecimiento de los sistemas financieros*, en comparación con los otros dos informes publicados en 1998, es que este se refiere no solo a los sistemas financieros de los países emergentes, sino también a los de los países industrializados. La inclusión de estos es consecuencia, sobre todo, del papel fundamental que desempeñan los sistemas financieros desarrollados en el funcionamiento de los mercados financieros internacionales y en la determinación de los flujos de capitales a los países emergentes.

Medias

1. Gobierno de las empresas	1. Controles internos	5,22
	2. Estructura de propiedad; supervisión y control por los accionistas	4,52
	3. Identificación de responsabilidades	4,97
	4. Rendición de cuentas	4,79
	5. Independencia de la junta	4,81
	6. Marco regulador	5,50
	7. Utilización de normas contables adecuadas (como NIC)	4,46
	8. Eficacia del régimen interno de insolvencia	3,79
	9. Régimen de insolvencia	4,38
	Total	4,71
2. Gestión de riesgos	1. Identificación, medida, control y gestión de los riesgos generales	5,45
	2. Gestión del riesgo de tipo de cambio	5,87
	3. Riesgo de liquidez	5,87
	4. Riesgo de tipo de interés	5,57
	5. Evaluación y gestión del riesgo de crédito	5,57
	6. Valoración de activos	5,07
	7. Valoración de préstamos y provisiones para insolvencia	5,32
	Total	5,53
3. Redes de seguridad	1. Limitación de las garantías gubernamentales al sector privado	3,87
	2. Mecanismos de intervención temprana en el sector bancario	4,45
	3. Regímenes de protección de los depositantes adecuadamente elaborados	5,11
	Total	4,48
4. Desarrollo de mercados financieros interiores robustos y líquidos	1. Desarrollo de mercados internos de capital	4,84
	2. Infraestructura institucional, legal y reguladora	5,34
	3. Supervisión y control oficial	5,39
	4. Emisión y gestión de la deuda	5,46
	5. Gestión adecuada de la deuda	4,90
	Total	5,19
5. Coordinación entre supervisores y reguladores nacionales, organismos y agrupaciones internacionales		5,69
Total de fortalecimiento de los sistemas financieros		5,05

FUENTE: Banco de España.

Con frecuencia, el «apetito internacional por el riesgo» está detrás de cambios importantes en la cuantía y en la dirección de los flujos de capitales hacia mercados emergentes.

No obstante, con posterioridad a la elaboración de los informes se produjeron importantes crisis de empresas financieras y no financieras, en economías altamente industrializadas (World Com, Enron, Parmalat, etc.). Estos acontecimientos, no previstos en los informes, motivaron que el centro de atención de los debates se desplazara hacia los sistemas financieros de los países desarrollados en mayor medida de lo previsto.

Los principales resultados de la encuesta en el área de fortalecimiento de los sistemas financieros se recogen en el cuadro 5.

GOBIERNO DE LAS EMPRESAS

Todavía no hay consenso sobre si las crisis mencionadas han sido el resultado de un comportamiento fraudulento derivado de la infracción de la legislación en vigor, del incumplimiento de códigos, principios y estándares no obligatorios, pero ampliamente aceptados, o de una inadecuada regulación o fallos en la misma. En cualquier caso,

algunas de las crisis recientes han hecho que se cuestione la utilidad y la suficiencia de las normas y principios existentes. Aunque este sigue siendo un tema controvertido, hay argumentos para creer que algunos escándalos corporativos podrían señalar deficiencias estructurales y lagunas en las reglas, principios y estándares de gobierno corporativo. La evaluación de la encuesta sobre el gobierno de las empresas indica ausencia de progreso en su conjunto (4,71), si bien en algunos apartados sí se aprecian avances.

Aunque en ninguno de estos episodios podría identificarse una causa única que precipitara los acontecimientos, parece claro que aspectos tales como un mal gobierno empresarial, irregularidades contables y conflictos de intereses estuvieron presentes en la mayoría, si no en todas, estas crisis. El gobierno de las empresas figura como el principal punto en lo que al fortalecimiento del sector financiero se refiere.

De hecho, las autoridades de los países en los que acontecieron las crisis reaccionaron con la aprobación de nuevas normas, con objeto de reforzar las funciones de auditoría, mejorar la transparencia e imponer un control y unas sanciones más severas en los casos de comportamiento inadecuado, en un intento de preservar o recuperar la confianza y la integridad del mercado.

En los últimos años, además, se ha aprobado un gran número de códigos y principios que contienen recomendaciones no obligatorias¹⁹. Aunque estos principios ofrecen ventajas en términos de mayor flexibilidad que las normas vinculantes, su aplicación es más incierta y depende del correcto funcionamiento de la disciplina de mercado. Es fundamental, por tanto, que existan incentivos adecuados a su aplicación. Nótese que, en algunos casos, las autoridades nacionales han incorporado a su legislación interior algunos de los principios que se habían consensuado a nivel internacional, convirtiéndolos así en normas vinculantes.

La evaluación de la encuesta de este trabajo muestra que la iniciativa conjunta del FMI y el Banco Mundial sobre normas y códigos contribuye a una mayor estabilidad del sistema (5,64). También se considera positivo el avance en lo referente al marco regulador (5,50), a pesar de la recurrencia y la gravedad de las últimas crisis financieras. Una explicación de estos resultados podría ser que los encuestados tuvieron más en consideración el impacto esperado de las recientes iniciativas para mejorar la regulación que las deficiencias puestas de manifiesto en las crisis empresariales.

Controles internos, identificación de responsabilidades, rendición de cuentas, control por parte de los propietarios e independencia de la junta de gobierno

Numerosas iniciativas legislativas y principios y estándares adoptados han regulado, entre otros temas, los controles internos, la identificación de responsabilidades y la rendición de cuentas como elementos fundamentales en el proceso de mejora del gobierno de las empresas. También las organizaciones profesionales han desempeñado un papel activo en el diseño de directrices sobre controles internos.

En la encuesta, estos controles obtienen la mayor calificación de este apartado (5,22). Los avances en la identificación de responsabilidades, independencia de la junta de gobierno y rendición de cuentas se valoran en niveles muy cercanos al 5, situándose en un terreno neutral en términos agregados. El apartado de estructura y control por los accionistas recibe la nota más baja del bloque (4,52).

¹⁹. Se puede encontrar una lista completa de las normas, principios y códigos en OECD (2004), *Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries*.

La utilización de técnicas contables por parte de las empresas para sustentar expectativas exageradas de beneficios empresariales estuvo en los orígenes de las crisis recientes. Con objeto de mejorar la contabilidad empresarial, la Comisión de Normas Internacionales de Contabilidad [International Accounting Standards Committee (IASC)] completó sus principios contables básicos en diciembre de 1999, y en mayo de 2000 la Organización Internacional de Comisiones de Valores [International Organisation of Securities Commissions (IOSCO)] recomendó a las empresas su utilización en las operaciones transnacionales. Además, la Financial Accounting Standards Board (FASB) de Estados Unidos y la IASC comenzaron un proyecto conjunto en octubre de 2002, que debería concluir en enero de 2005, para analizar las diferencias entre ambos sistemas y aproximarlos. En Europa, tanto a nivel nacional como de la UE, se han introducido medidas importantes para mejorar el control y la transparencia de la información que proporcionan las empresas. En 2005, todas las empresas de la UE que coticen en Bolsa deberán preparar sus cuentas consolidadas utilizando las normas del IASC.

No obstante, según la encuesta, el avance en la utilización de normas contables adecuadas no ha sido satisfactorio (4,46), lo que podría reflejar un descontento sobre la puesta en práctica de estas nuevas iniciativas.

La existencia y el adecuado funcionamiento de regímenes de insolvencia eficientes contribuyen sustancialmente a la estabilidad del sistema financiero. En consecuencia, se han realizado numerosos trabajos para reforzar este marco. Entre estas iniciativas se pueden destacar las directrices del Banco Mundial sobre principios y pautas para los regímenes de insolvencia y derechos de los acreedores, que identifican y establecen principios coherentes con las mejores prácticas a nivel internacional, con la intención de guiar la reforma y el progreso en este área en los países en vías de desarrollo. Adicionalmente, en enero de 2003 se publicó un borrador de normas y se han elaborado varios ROSC sobre insolvencia y derechos de los acreedores. A pesar de estas y otras iniciativas, los resultados de la encuesta señalan que todavía hay un margen considerable de mejora en este campo (3,79).

En líneas generales, existe consenso en que la disciplina de mercado es eficaz para tratar la exposición al riesgo a nivel individual, pero se plantean dudas sobre su capacidad de gestionar el mismo a nivel agregado, en el conjunto del sistema financiero. Los informes de 1998 pidieron al FMI que diera prioridad a los trabajos sobre las dimensiones macroeconómicas del riesgo de liquidez y otros riesgos relacionados. Asimismo, mencionaron varias iniciativas que ya estaban en marcha en el contexto del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, tales como la transparencia bancaria, los derivados bancarios y aspectos relacionados con su negociación, la valoración de préstamos, provisiones y los niveles de capital asociados al riesgo de crédito.

En este contexto, el FMI, en colaboración con el Banco Mundial, ha llevado a cabo Programas de Evaluación del Sector Financiero (Financial Sector Assessment Programs, FSAP) desde 1999, de manera voluntaria, para identificar potenciales vulnerabilidades y prioridades en los sistemas financieros de los países miembros. En los últimos años, se ha llevado a cabo un esfuerzo importante tendente a reforzar la calidad y consistencia de estos análisis, a través del desarrollo, entre otros, de un conjunto de indicadores de solidez del sector financiero, la utilización de análisis de robustez (los llamados «tests de tensionamiento del sistema financiero») y la elaboración de metodologías y modelos para valorar los códigos y normas del sistema financiero. Los resultados de la encuesta son positivos en este campo (5,53 en total). Destacan los avances en la gestión del riesgo de liquidez (5,87), de tipo de cambio (5,87), de crédito (5,57) y de tipo de interés (5,57), mientras que la evaluación referente a la valoración de activos es menos positiva (5,07). De acuerdo con los comentarios recibidos, el nuevo Acuerdo

de Capital de Basilea tendrá una gran importancia en este campo, potenciando la aplicación de métodos más avanzados para la medición del riesgo de crédito.

REDES DE SEGURIDAD

Las redes de seguridad contribuyen a mejorar la solidez de un sistema financiero si se diseñan y aplican adecuadamente. Estas redes desempeñan un papel doble: tanto preventivo como de resolución de crisis, y cubren aspectos muy variados, como la protección de los depositantes, garantías gubernamentales para las instituciones financieras, el papel del banco central como prestamista de última instancia y la asistencia financiera procedente de instituciones internacionales como el FMI. La dificultad mayor en este sentido es diseñar e implementar una red de seguridad que aúne un nivel apropiado de protección y el mínimo riesgo moral.

Según la encuesta, los avances en este ámbito han sido insuficientes (4,48), con la excepción de los seguros de depósitos (5,11). El avance en la limitación de las garantías gubernamentales al sector privado se considera claramente insuficiente (3,87), lo que podría indicar la presencia de problemas de riesgo moral. El progreso en los mecanismos de intervención temprana en el sector bancario se considera algo mejor (4,45), aunque insuficiente.

DESARROLLO DE MERCADOS FINANCIEROS PROFUNDOS Y LÍQUIDOS

Los informes de 1998 consideraron que para proteger a los países emergentes de frenazos bruscos en las entradas de capital, causadas por factores originados en los mercados financieros internacionales, era fundamental desarrollar mercados internos profundos y líquidos, que permitieran absorber y amortiguar la volatilidad exógena de los flujos de capital.

El desarrollo de los mercados de deuda pública en la última década ha sido muy significativo en algunos países emergentes. Instituciones como el Banco Mundial han realizado esfuerzos encaminados a potenciar el desarrollo de los mercados de bonos soberanos en los países emergentes. De hecho, según la opinión reflejada en la encuesta, se ha avanzado en el desarrollo de los mercados internos de capital (5,19), sobre todo en lo referente a emisión y gestión de deuda (5,46), supervisión y control oficial (5,39) y a su infraestructura institucional, legal y reguladora (5,34).

Conclusiones

La tarea de valorar los progresos en la AFI en los últimos años es, sin duda, ambiciosa y compleja: ambiciosa porque el abanico de reformas es muy amplio, y compleja, por las diferentes interpretaciones de lo que constituye un «progreso adecuado» en este ámbito, así como las opiniones divergentes sobre los avances en el diseño de las iniciativas y su puesta en práctica. En este artículo se ha realizado una valoración de conjunto, no exhaustiva, de las principales áreas de reformas, con la ayuda de una encuesta circulada a una serie de expertos en la materia. Las principales conclusiones son las siguientes:

1. Según los encuestados, el avance en la reforma de la AFI desde 1998 parece haber sido moderado, a pesar de las numerosas iniciativas adoptadas. El progreso parece ser más significativo en lo referente al fortalecimiento del sistema financiero y la transparencia, y menor en la prevención y, sobre todo, en la resolución de crisis. Es importante señalar que, en un sentido amplio, las iniciativas tendentes a fortalecer el sistema financiero y a mejorar la transparencia forman parte de la prevención de crisis. Si se adopta esta noción más amplia de prevención de crisis, los resultados confirman el mejor progreso en esta área que en el ámbito de la resolución de crisis.

2. De la valoración general de la encuesta se desprende que este progreso moderado y desigual en la reforma de la AFI no ha conseguido reducir la probabilidad de crisis en las economías emergentes. Tampoco emerge con claridad una opinión sobre la mayor o menor gravedad de las crisis actualmente. Por un lado, parece consi-

derarse que el contagio se ha reducido ligeramente, lo que coincidiría con la evidencia empírica reciente y estaría relacionado con un incremento de la transparencia y la utilización más eficiente de la información por parte de los mercados financieros, que permiten una mayor capacidad de discriminación entre EME. Por otra parte, no se aprecia que haya mejorado la recuperación del acceso a los mercados financieros internacionales por parte de los países que han experimentado una crisis.

3. Los resultados de la encuesta indican un progreso limitado en la reducción de la probabilidad de que ocurran crisis, lo que podría parecer contradictorio con la valoración, en general positiva, que hacen los encuestados de las recientes iniciativas para fortalecer la AFI (véase el cuadro 1). Estos resultados podrían conciliarse según las siguientes interpretaciones, no excluyentes entre sí: (i) todavía no ha transcurrido el tiempo necesario para que las reformas tengan impacto sobre la probabilidad de que estallen crisis, (ii) se ha avanzado en áreas que constituyen una condición necesaria, pero no suficiente, para reducir la vulnerabilidad, objetivo que requeriría un progreso en áreas donde este ha sido, hasta ahora, insuficiente, (iii) las crisis son, en cierta medida, inherentes a un sistema financiero globalizado, y (iv) se ha avanzado en el diseño y la adopción de mecanismos y reformas, pero no tanto en su puesta en práctica. En relación con esta última posibilidad, es difícil distinguir en qué medida los pobres resultados de algunos apartados de la encuesta son achacables a una insatisfacción con las medidas o reformas adoptadas, o bien a su deficiente puesta en práctica. El análisis de los resultados de varias preguntas parece indicar, no obstante, que, en la mayoría de casos, las valoraciones negativas se refieren más bien a los aspectos de aplicación y no tanto a los de diseño.

4. En el área de la transparencia, los resultados son relativamente positivos en lo referente al sector público y, en menor medida, a las IFI, y menos satisfactorios en lo que se refiere a la transparencia del sector privado. Esto es congruente con las numerosas iniciativas que se han emprendido para mejorar la calidad de las estadísticas oficiales y la política informativa de Gobiernos e IFI. Además, en este campo la agenda de reformas estaba acotada con claridad desde el principio y no se produjeron cambios importantes a raíz de las crisis posteriores, que más bien vinieron a confirmar la necesidad de mejorar la calidad y cantidad de información disponible para reforzar la disciplina de mercado, lo que podría haber facilitado su puesta en práctica. Por el contrario, en el caso del sector privado, la agenda no estaba tan definida desde el principio.

5. En lo referente a la prevención y resolución de crisis, los peores resultados podrían tener que ver con los cambios fundamentales que experimentó la agenda de reformas después de 1998, principalmente con la adopción de la estrategia de Praga en 2000, que puso de manifiesto la importancia del riesgo moral y la necesidad de distinguir entre crisis de solvencia y de liquidez. La puesta en práctica de las reformas parece, según los resultados de la encuesta, particularmente decepcionante en este punto. Los avances son más significativos en la prevención de crisis, lo que se confirma si se considera una noción más amplia de prevención, como se ha señalado más arriba. Esta valoración diferente podría atribuirse al hecho de que la resolución de crisis siempre entrañaría un mayor nivel de incertidumbre, al afrontarse acontecimientos, en cierta medida, únicos. En el ámbito de la prevención de crisis, se valoran más positivamente las iniciativas a nivel nacional –como la gestión adecuada de las políticas monetarias y un régimen apropiado de tipo de cambio– que aquellas a nivel internacional, incluyendo la reducción de la vulnerabilidad ante la volatilidad de los

flujos de capitales. Las iniciativas de resolución de crisis reciben una valoración poco optimista, con la excepción de las CAC.

6. Los aspectos anteriores, transparencia y prevención y resolución de crisis, se consideran cuestiones que afectan, principalmente, a los mercados emergentes. Sin embargo, el fortalecimiento de los mercados financieros es un objetivo aplicable tanto a los mercados emergentes como a los países industrializados. Esta característica dificulta el análisis de los avances en este sector. Las recientes crisis empresariales en países industrializados volvieron a poner de manifiesto la necesidad de reformas en este ámbito, de manera que, aunque algunas reformas se pusieron en marcha en línea con las medidas sugeridas por los informes de 1998, otras fueron completamente nuevas. Los resultados de la encuesta, en lo que a fortalecimiento del sector financiero se refiere, son comparativamente buenos, lo que parece reflejar un mayor énfasis de las respuestas en las iniciativas para resolver las deficiencias observadas recientemente que en las crisis en sí mismas. La mejor valoración de determinadas áreas (gestión del riesgo, desarrollo de mercados nacionales sólidos y líquidos, coordinación internacional) podría explicarse también por el hecho de que algunas de las medidas recomendadas por los informes de 1998, en realidad, ya estaban en fase de implementación cuando estos se prepararon. Los resultados en el área de redes de seguridad son decepcionantes, con la excepción de los sistemas de seguro de depósitos.

7. Si bien es difícil tratar de extraer lecciones para el futuro a partir de este análisis retrospectivo, algunas de las ideas que se desprenden de los resultados de la encuesta son las siguientes:

a. La perseverancia es una característica fundamental y necesaria para que las reformas puedan tener repercusión en la probabilidad y coste de las crisis. Un progreso parcial en algunas áreas puede no dar lugar a un impacto visible, a no ser que vaya acompañado de avances en otras áreas. La identificación de este tipo de interacciones mejoraría probablemente la comprensión del proceso de reforma por todas las partes implicadas.

b. A menudo, el problema se centra en la incorrecta aplicación de las reformas, más que en su diseño y adopción. Posiblemente, en algunas áreas sería conveniente establecer o reforzar mecanismos de vigilancia y control de la implementación de las reformas.

c. La resolución de crisis es el área que obtiene un resultado peor, lo cual no resulta sorprendente. Parecería por tanto recomendable conseguir una clarificación de las estrategias para la resolución de crisis (fundamentalmente en lo referente al papel de la financiación oficial), lo cual permitiría a los agentes participantes en los mercados financieros definir sus expectativas en un entorno más predecible, lo que a su vez crearía los incentivos adecuados. No obstante, esta necesidad de mayor claridad debe equilibrarse con un cierto grado de flexibilidad en la gestión de cada crisis, pues estas suelen ser únicas e impredecibles. En concreto, esta mayor claridad sería especialmente bienvenida en los procesos de reestructuración de deuda, y posiblemente contribuiría a una recuperación más rápida del acceso al mercado tras una crisis por parte de los países afectados.

7.9.2004.

BIBLIOGRAFÍA

- BORDO, M., y B. EICHENGREEN (1999). *Is our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone?*, RBA Annual Conference Volume, Reserve Bank of Australia.
- (2002). *Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization*, NBER Working Paper n.º W8716, enero.
- BORDO, M., y A. MURSHID (2000). *Are financial crisis becoming increasingly more contagious? What is the historical evidence on contagion?*, NBER Working Paper Series, WB 7900, septiembre.
- BORDO, M., B. EICHENGREEN, D. KLINGEBIEL, y M. S. MARTÍNEZ-PERIA (2000). *Is the Crisis Problem Growing More Severe?*, World Bank Working Paper.
- COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (1999a). *A Review of Financial Market Events in Autumn 1998*, CGFS Publications n.º 12, octubre.
- (1999b). *Data template on international reserves/foreign currency liquidity*, CGFS Publications n.º 9b, marzo.
- EICHENGREEN, B. (2001). *Crisis prevention and management: Any new lessons from Argentina and Turkey?*, octubre.
- EICHENGREEN, B., y R. PORTES (1995). *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, CEPR, Londres.
- EICHENGREEN, B., y A. ROSE (1999). *The Empirics of Currency and Banking Crises*, NBER Reporter.
- FISCHER, S. (2002). *Financial crises and reform of the international financial system*, Working Paper n.º 9297, National Bureau of Economic Research, octubre.
- FITCH RATINGS (2002). *Standards and Codes – Their impact on Sovereign Ratings*, 10 de julio.
- GELOS, R. G., y S.-J. WEI (2002). *Transparency and International Investor Behaviour*, National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, IMF WP/03/74, octubre.
- GUPTA, P., D. MISHRA, y R. SAHAY (2003). *Output Response to Currency Crises*, IMF Working Paper WP/03/230.
- HOGGARTH, G., R. REIS, y V. SAPORTA (2001). *Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence*, Bank of England Working Paper n.º 144.
- HUTCHISON, M., y I. NEUBERGER (2002a). *Sudden Stops and the Mexican Wave: Currency Crises, Capital Flow Reversals and Output Loss in Emerging Markets*, Working Paper n.º PB02-03, Pacific Basin Working Paper Series.
- (2002b). *How bad are twins? Output costs of currency and banking crisis*, Working Paper n.º PB02-02, Pacific Basin Working Paper Series.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2003). *International Standards: Strengthening Surveillance, Domestic Institutions, and International Markets*, 5 de marzo.
- KAMINSKY, G. (2003). *Varieties of Currency Crises*, NBER Working Paper w10193, diciembre.
- KAMINSKY, G., y C. REINHART (2000). «On Crisis, Contagion, and Confusion», *Journal of International Economics*, junio.
- KAMINSKY, G., C. REINHART, y C. VÉGH (2003). «The Unholy Trinity of Financial Contagion», *Journal of Economic Perspectives*, fin de 2003.
- KRUEGER, A. (2001). *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring--Preliminary Considerations*, International Monetary Fund, 30 de noviembre.
- (2002). *Sovereign Debt Restructuring Mechanism- Further Reflections and Future Work*, 14 de febrero.
- OECD (2004). *Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries*, <http://www.oecd.org/dataoecd/58/27/21755678.pdf>.
- ORTIZ, G. (2002). «Recent Emerging Market Crises – What have we learned?», *Per Jacobsson Lecture*, Basel, 7 de julio.