

Latin American Shadow Financial Regulatory Committee
Comité Latino Americano de Asuntos Financieros
Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros

Declaración No. 16

Abril 12, 2007
Washington DC, USA

**El Fondo Monetario Internacional ¿resulta necesario para
Latinoamérica?**

I. El FMI ¿sigue siendo pertinente?

En la actualidad hay un sentimiento general de que el FMI ha perdido relevancia en Latinoamérica: ya no resulta necesario a nivel macro y nadie lo quiere a nivel micro (reformas estructurales).

A nivel macro la condición de la mayoría de los países Latinoamericanos es superior a lo que fuera durante muchos años. La región está experimentando un período de crecimiento sólido y baja inflación. Si consideramos que en el 2007 el crecimiento del PBI habrá de ser algo inferior al de 2006, pero que aun así estará por encima del 4%, la expansión actual es la mejor en la región desde 1970. La inflación regional también ha disminuido durante este período de crecimiento, teniendo un promedio actual ligeramente superior al 5%.

La economía Latinoamericana se benefició de exportaciones considerables, del fuerte crecimiento económico de sus socios comerciales y de las buenas condiciones financieras globales. Pero el éxito de la región también se benefició de políticas internas adecuadas; los saldos fiscales y externos son mucho más sólidos que en las expansiones anteriores; muchos países tienen tasas cambiarias flexibles, lo cual debería serles de ayuda para una mejor absorción de los *shocks* que pudieran sobrevenir; las regulaciones, así como la supervisión bancaria, han mejorado; los bancos centrales están teniendo una independencia creciente y han establecido credibilidad en el combate contra la inflación, permitiendo tasas de interés reales más bajas, lo cual sustenta al crecimiento.

A pesar de este buen comportamiento, los niveles de pobreza siguen siendo excesivamente altos y la distribución de los ingresos sigue siendo excesivamente desigual en muchos países. Como resultado de ello, los votantes continúan insatisfechos de los

resultados económicos y las políticas que los produjeran, lo cual se suele asociar con el Consenso de Washington y particularmente con el FMI.

A pesar del cuadro auspicioso que resulta de una combinación poco usual de gran crecimiento, excedentes de cuenta corriente, sólidas posiciones fiscales y considerables reservas internacionales, el Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) considera que la región continúa siendo vulnerable a cambios adversos en las condiciones externas.

En primer lugar el mejoramiento de la mayoría de las macroeconomías e indicadores financieros regionales se ha beneficiado considerablemente de la fase expansionista del ciclo actual, muy particularmente de las condiciones financieras externas excepcionalmente benignas y de los términos de intercambio positivos. Si estas condiciones sufrieran alteraciones, la región quedaría en una posición vulnerable. En particular, una regresión desordenada de los desequilibrios globales muy probablemente dañaría a la región como resultado de un enlentecimiento de las exportaciones así como de las salidas de capital debida a cambios en la composición de las carteras de los inversores internacionales en favor de activos de menor riesgo.

En segundo lugar, las tasas de interés internacionales sumamente bajas y niveles de riesgo medidos según los mercados, incluyendo el riesgo-país Latinoamericano, han ocurrido concomitantemente con el crecimiento rápido y significativos de intermediarios financieros que no están sujetos a regulación, sobre todo fondos de cobertura y accionarios, así como el desarrollo de instrumentos financieros complejos, que no han sido puestos a prueba bajo condiciones de estrés.

El Comité está sumamente preocupado por el hecho de que una revaloración del riesgo pudiera traer aparejada una crisis de liquidez para Latinoamérica. De hecho, los detonadores de las dos grandes crisis en la región a comienzos de la década del ochenta y fines de los noventa (que tuvieron como consecuencia un extenso período de contracción económica, crisis financieras y reestructuración de deuda) se debieron a causas que afectaron a los mercados globales de capital: el gran aumento en las tasas de interés de los EE.UU. en la primera; el incumplimiento de obligaciones (default) de Rusia y el crecimiento en las primas de riesgo para los mercados emergentes, en la segunda.

El formidable aumento en los flujos de capital hacia las economías emergentes que se produjo a partir de mediados de la década del setenta se asocia con una volatilidad de igual envergadura de los mercados. Es debido a ello que los *shocks* de la región suelen provenir mayoritariamente de la cuenta de capital. En contraste con los *shocks* de la balanza comercial -- que tienen una dimensión de flujo -- los *shocks* de la cuenta de capital tienen una dimensión bursátil: en períodos de turbulencia de los mercados internacionales de capital, las economías de los mercados emergentes pueden tener dificultad para refinanciar la masa de endeudamiento existente.

Los *shocks* resultantes de una repentina interrupción de los flujos de liquidez internacionales y/o que golpeen al sector bancario interno, tienen el potencial suficiente para perturbar seriamente la cadena de crédito y el sistema interno de pagos con

implicancias económicas, sociales y políticas significativas. Más aun, los *shocks* sobre la cuenta de capital rara vez se limitan a un país por vez. Hay evidencia que muestra un grado considerable de acumulación. Es por ello que los *shocks* pueden ser de gran dimensión y en algunos casos involucrar críticamente al sector bancario interno.

En este contexto, se percibe al FMI como perdiendo relevancia en dos dimensiones. Primero, un buen comportamiento macroeconómico ha significado que la mayoría de los países de la región ya no tengan programas con el FMI y la mayoría de los gobiernos no buscan al Fondo como asesor significativo en materia de políticas. En segundo lugar, la propia considerable magnitud de los mercados de capital privados y el volumen de los *shocks* sobre la cuenta de capital en comparación con los recursos del FMI, ha traído aparejado que muchos analistas consideren que el FMI habrá de tener un papel limitado en la resolución de futuras crisis.

El Comité tiene una marcada discrepancia con el concepto de que el FMI, se haya vuelto irrelevante. En primer lugar en un mundo crecientemente integrado desde el punto de vista financiero, hay necesidad de que los países cooperen con el fin de promover la estabilidad monetaria y financiera. A pesar de todas sus imperfecciones, las instituciones multilaterales constituyen el vehículo adecuado para organizar dicha cooperación. En segundo lugar, aun cuando el FMI carece del mandato y de la capacidad financiera necesaria para enfrentar un momento de apremio en la liquidez sistémica, actuando como prestamista de última instancia en los mercados mundiales de capital, puede sin embargo tener un papel primordial en la estabilización de países individuales afectados por una escasez de liquidez internacional. En tercer lugar, como ya ha ocurrido, cuando una contracción en materia de liquidez global desestabiliza simultáneamente a un gran número de economías emergentes cuyos requerimientos financieros exceden los recursos disponibles del FMI, la acción coordinada de los gobiernos de los países industriales resulta esencial. En dicho contexto el FMI con sus profundos conocimientos de los países afectados constituye el vehículo apropiado para canalizar dicha asistencia. Cuarto, los recursos del FMI pueden complementarse mediante un auto-seguro por parte de cada uno de los países

Desde la perspectiva de Latinoamérica, nunca se destacará lo suficiente la importancia de contar con una institución global tal como el FMI, a cargo de promover la estabilidad económico financiera. La relativa pequeñez de los mercados financieros internos de Latinoamérica, la dolarización penetrante del pasivo y una cuenta de capital abierta, hacen que sean sumamente vulnerables ante todo cambio en materia de liquidez global que afecte a las economías de mercado emergentes.

II. Un FMI más enfocado

El Comité considera que el FMI debería convertirse en una institución más enfocada, concentrándose en sus responsabilidades primarias – es decir, política monetaria y de tasa cambiaria, sustentabilidad fiscal, nivel y estructura de la deuda pública, fortaleza del sistema bancario interno. El involucrarse en aspectos tales como nivel y composición de gastos de los gobiernos, reformas estructurales que no involucren responsabilidades

primarias y aspectos relacionados con la pobreza y la distribución de los ingresos, hacen que los esfuerzos y recursos del FMI se encaucen hacia aspectos que pueden bien ser tratados con mayor eficacia por parte de otras organizaciones internacionales o que sería mejor que quedaran librados a la decisión de los procesos políticos de cada país.

Siguiendo esta línea, el Comité endosa los esfuerzos que se están realizando para colocar los aspectos financieros dentro del núcleo de trabajo del FMI, con el fin de integrar los aspectos financieros y macroeconómicos en su trabajo analítico. En particular, el Comité recomienda que el FMI desarrolle análisis que permitan una mejor comprensión y medición de los riesgos de contagio derivados del alto nivel de integración de las economías latinoamericanas con los mercados internacionales de capital.

Debido a la integración financiera, la región se ve afectada por regulaciones y prácticas referentes a la operación de los mercados. Una de tales prácticas es la que suele llamarse metodología de Valor-en-Riesgo. En el núcleo de dicha metodología está una estimación de la pérdida máxima potencial que puede afectar una determinada cartera durante un período de tiempo definido. Debido a que los riesgos se evalúan en términos “netos”, la metodología prevé incentivos para cubrir posiciones riesgosas (por lo menos parcialmente) a fin de poder reducir la “pérdida máxima anticipada” en relación con una inversión. En dichos mercados, aun una ligera señal del problema puede tener como consecuencia ventas muy considerables de instrumentos, frecuentemente a precios de “liquidación por incendio”.

Al verse enfrentados a estas condiciones (característica de liquidez y prácticas de mercado regulatorias) los inversores provenientes de países industriales, interesados en instrumentos de alto rendimiento pero relativamente ilíquidos emitidos por una economía emergente, frecuentemente invierten asimismo en otros instrumentos emitidos por países con mercados más líquidos como cobertura de sus inversiones en instrumentos ilíquidos. De materializarse un *shock* adverso que reduzca drásticamente la liquidez del instrumento, el inversor tiene la opción de vender sus inversiones en instrumentos más líquidos reduciendo así las pérdidas netas de su cartera. Esto traerá aparejado un contagio proveniente de los instrumentos ilíquidos a los líquidos. El mejor ejemplo en tiempos recientes surge de la crisis en Rusia.

Estas características de los mercados emergentes en general y de los Latinoamericanos en particular no son adecuadamente tomadas en cuenta cuando el FMI evalúa las vulnerabilidades de los países. Aun cuando el Fondo tiene un cuidado minucioso para identificar los riesgos que surgen de algunas “economías fundamentales” que son clave, tales como las políticas fiscales, monetarias y de tasa de cambio, su evaluación no alcanza a cubrir los riesgos de liquidez generados por las características de los instrumentos de los países que se cotizan internacionalmente y el potencial del impacto sobre la carencia de liquidez en una economía emergente, en relación con el precio de la deuda de otras economías de mercado (más líquidas). Por ejemplo, los ejercicios sobre la sustentabilidad de la deuda se realizan bajo el supuesto de que los problemas de liquidez no habrán de ocurrir durante el período que está siendo analizado y, por lo tanto, no están en línea con la búsqueda de liquidez integrada en los mercados de capital privados.

Aun cuando este Comité asigna énfasis considerable a destacar la capacidad del FMI para actuar en crisis de mercado de capital, reconoce asimismo el papel valioso de los programas tradicionales del FMI (como ser, a manera de ejemplo, en términos de intercambio, desastres naturales, etc.) o de la necesidad de fortalecer su marco en materia de política y recuperar sustentabilidad fiscal. Especialmente pertinente en el entorno actual resulta la necesidad de desarrollar una metodología efectiva para la administración adecuada de las políticas relacionadas con reservas fiscales e internacionales en tiempos de bonanza.

El Comité insta al Fondo a que revise sus prácticas teniendo como meta el fortalecimiento de su capacidad de imponer condicionalidad, asegurando la plena coherencia de programas económicos apoyados por el FMI con los más altos estándares de institucionalidad democrática. La “Propiedad” por parte de un país miembro constituye un requisito previo para el éxito de los programas del FMI. Pero la propiedad puede variar de modo significativo en penetración, dado que los programas pueden caer bajo el Poder Ejecutivo como país miembro (típicamente la contraparte en la negociación) pero carecer de un apoyo de mayor significación en el Congreso o la sociedad en general. El Comité considera que el hecho de asegurar la profundidad de la pertenencia de las políticas apoyadas por el FMI, constituye el centro neurálgico de una reforma sustentable a través del tiempo y en última instancia la legitima, aun a costas (aparentes) de enlentecer algunas veces el proceso de reforma en un país. A su vez, la sustentabilidad y el grado de penetración de la pertenencia de las reformas habrán de coadyuvar para que el FMI recupere una relación significativa con las sociedad y quienes establecen las políticas en muchos países de Latinoamérica y, por lo tanto, recuperar credibilidad en la región.

III. Instrumentos eficaces del FMI en el manejo de crisis.

El Comité considera que el FMI debería expandir su rol e instrumentos con el fin de actuar como prevención y resolución de crisis que emanen de la cuenta de capital. Con respecto a esto, el Comité cree que es importante que el FMI continúe cumpliendo y fortaleciendo su papel tradicional de supervisión, es decir desarrollando un concepto relacionado con las economías de los países miembros y marcos de políticas, evaluando las características de riesgo de los mercados emergentes y estableciendo una relación continua con las autoridades de los países. La información recogida por medio del proceso de supervisión resulta clave para diseñar la respuesta del FMI cuando estalle una crisis y asegurar un amplio apoyo de los países miembros del FMI. Visto desde esta perspectiva la supervisión constituye una contribución crítica al proceso de toma de decisiones del FMI (lo cual también puede incluir algunas características de bienes públicos si la información es compartida con los mercados)

Por su propia índole, la supervisión es una operación permanente, independiente del número y volumen de programas existentes del Fondo. En este sentido, el Comité apoya la propuesta del Comité para el Estudio del Financiamiento Sustentable en el Largo Plazo del FMI, consistente en buscar fuentes estables de financiamiento para dichas operaciones, en forma separada de los ingresos derivados de la operación de préstamo

Desde el punto de vista del Comité la tarea más urgente es otorgar potestad al FMI dotándolo de instrumentos adecuados para enfrentar crisis financieras en los mercados de capital mediante la creación de una “liquidity facility” o línea de crédito que sirva como efectiva sucesora de la extinta Línea de Crédito Contingente (LCC)

El Comité considera positivo el hecho de que el IMFC haya conferido al Fondo el mandato de trabajar sobre propuestas específicas, así como la iniciación de la discusión sobre la nueva línea de crédito. Sin embargo, el Comité ha recibido con decepción las manifestaciones recientes sobre “una falta del sentido de urgencia en nuestros miembros” para proceder con mayor rapidez a la creación de un mecanismo de esta índole y que fueran efectuadas por el Director Gerente del FMI.

La creación de una nueva línea de crédito necesita tomar debida nota de pasadas experiencias como forma de evitar la repetición de algunos de los puntos débiles que volvieron inoperable al fenecido CCL. En particulares tres aspectos principales del CCL – uno de dimensión política y dos de índole técnica – hacían prever desde los primeros momentos que no lograría sobrevivir. El aspecto político consiste en que el CCL fue creado en medio de una crisis teniendo en mente usuarios potenciales, mientras que contemporáneamente el instrumento se anunciaba como habiendo sido creado para proteger a los países que no se vieran afectados por la crisis que existía en ese momento. Los problemas técnicos estaban relacionados con los procesos de “ingreso” y “egreso” de la línea de crédito, es decir la connotación negativa de solicitar acceso o perder elegibilidad. La experiencia del CCL debería de servir a la comunidad internacional como poderoso recordatorio que es mejor diseñar y acordar políticamente instrumentos de esta naturaleza, que son de índole permanente, en momentos en los cuales no exista una necesidad apremiante de responder a una crisis ya establecida.

El Comité desea contribuir a la discusión de una nueva “línea de crédito” que evite problemas de “ingreso” y “egreso”. Una posibilidad consiste en brindar ex-ante calificación y acceso automáticos basados en una serie limitada de acciones previas evaluables por parte del país miembro, dirigidas a reducir la vulnerabilidad ante las crisis de liquidez.

En este sentido el Comité considera que la calificación debería de basarse sobre indicadores de auto-seguro expresados en términos, por citar un ejemplo, de lograr estándares mínimos predeterminados respecto al ratio reserva-deuda de corto plazo, vencimientos promedio, volumen y composición de la moneda de la deuda pública de un país. Si están dados estos estándares, la calificación debería ser ex-ante, automática y no habría de requerir una opinión del FMI relativa a determinado programa económico concebido para un futuro. Al vincular calificación a políticas de auto-seguro, la nueva línea de crédito brindaría a los países un fuerte incentivo para adoptar, en los momentos de bonanza, estrategias de administración de la liquidez que sean adecuadas y pro-activas, con el fin de complementar la implantación de políticas fiscales prudentes. A su vez si se establecen incentivos para mantener políticas de auto-seguro adecuadas, se reduciría el potencial de contagio en los mercados de capital internacionales.

El Comité asimismo estima que debería tomarse en cuenta vincular la calificación a los antecedentes recientes de un país en materia de transparencia, así como su observancia de los contratos de deuda internacional y estándares aceptados internacionalmente para la reestructura de la deuda soberana como manera de brindar incentivos, por una parte, a la observancia de los estándares internacionales de disseminación de datos y, por otra parte, contra comportamientos delictivos o morosidad oportunista.

El acceso a la nueva línea de crédito debería ser amplio y el Comité considera que el monto de la cuota prevista de 300% a 500% es adecuado. Sin embargo no debería existir un límite específico superior preestablecido y preferiblemente la decisión debería dejarse en manos de la administración del FMI en función de la índole de la crisis y de la demanda potencial acumulada sobre los recursos del Fondo.

El Comité reconoce que la automaticidad en relación con calificación y acceso, aun cuando coadyuve significativamente mitigando los problemas de “ingreso” y “egreso”, pudiera poner sobre el tapete la cuestión de salvaguardias adecuadas relacionadas con la utilización de los recursos del Fondo. En este sentido el Comité considera que esta línea debería de contar con garantía explícita referente a las actuales y futuras reservas internacionales del miembro girador. En relación con ello, los países miembro que estén interesados en calificar para obtener acceso bajo la nueva línea de crédito, deberían asegurarse de contar con una legislación adecuada que autorice el embargo de la garantía por parte del FMI si ello fuera necesario.

El potencial acceso a los recursos del FMI puede ser significativo especialmente si las crisis se caracterizan por un contagio significativo. Dado el monto limitado de los recursos del FMI, el Comité recomienda la consideración de nuevos instrumentos con el fin de que el FMI cuente con flexibilidad adicional en su financiamiento. En particular, estimulamos al FMI para que establezca procedimientos adecuados para captar fondos en los mercados de capital, así como para securitizar préstamos de países que se han recuperado y logrado nuevo acceso a los mercados de capital.

Los acuerdos regionales se ven en algunos casos como instrumentos complementarios para aumentar la efectividad del proceso general de resolución de crisis. La utilidad de los acuerdos regionales se basa en el principio de combinar riesgos, siempre que las condiciones económicas de los países no se encuentren correlacionadas positivamente. En el caso de Latinoamérica el Comité considera que el alcance para desarrollar un papel significativo en los acuerdos regionales a los fines de contar con una previsión de liquidez en casos de emergencias, es limitado pues tal como han demostrado pasadas experiencias existe una considerable correlación positiva entre las condiciones económicas de las principales economías de la región.

El manejo de crisis requiere coordinación efectiva y rapidez de respuesta. El Comité considera que el FMI debiera constituir el foro de discusión adecuado para el diseño de respuestas en materia de política. Se deberían establecer consultas multilaterales dentro

del FMI entre grupos de países relacionados, con el fin de discutir y coordinar acciones políticas adecuadas para responder a las crisis financieras que surjan.

IV. Conclusiones

La falta de crisis no debería llevar al FMI a buscar nuevos roles. Aun hay mucho que el FMI y la profesión tienen que aprender sobre las características del mercado de capital en relación con las economías emergentes y la anatomía de las crisis detonadas por turbulencias en el mercado de capital, así como sobre políticas de prevención efectiva y manejo de crisis. El FMI debería tener un papel clave en este empeño en épocas de tranquilidad cuando el FMI tiene una valiosa oportunidad para desarrollar nuevos conceptos y capacidades nuevas.

Más aun, el FMI debería de realizar Simulacros de Crisis, de la misma manera en la que el Departamento de Bomberos realiza Simulacros de Incendio. Es ésta una actividad que clasificaríamos como teniendo una trascendencia igual o aun mayor que investigaciones más fundamentales. Los Simulacros de Crisis deberían constituir una responsabilidad primaria de los sectores afines. Hay quienes sostienen que debido al hecho de que la siguiente crisis probablemente habrá de tener nuevas características los Simulacros de Crisis servirán de poco. Sin embargo, la experiencia ha demostrado que aun cuando los detonadores cambien de una a otra crisis, fenómenos tales como la contracción del crédito, grandes devaluaciones reales y colapso del producto, han sido elementos constantes en todas las crisis.

El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) agradece el apoyo financiero, de la CAF, del Centro para el Desarrollo Gobal y FELABAN así como al Instituto para una Sociedad Abierta, por su contribución a la reunión realizada en Washington DC. El Comité es completamente independiente y autónomo al emitir sus declaraciones.