

LA ARQUITECTURA FINANCIERA GLOBAL (*)

ANDREW POWELL

Me pidieron hablar sobre la arquitectura global financiera y yo voy a tratar algunos temas obviamente en una forma bastante breve y terminar con un par de comentarios un poco sobre el estado de los flujos de capitales y dónde estamos en este tema. Y creo que lo que han dicho Arturo y Claudio fue muy relevante en esta parte.

Esta es una lista de temas que básicamente para mí son los temas cruciales de la arquitectura global financiera y son básicamente la lista de temas también que tratan algunos grupos internacionales, por ejemplo el grupo de los 20, el G7 y algunos países emergentes. Yo voy a hacer algunos comentarios muy breves sobre el tema de los tipos de cambios, los regímenes de los tipos de cambio, un poco más largo sobre el tema del manejo o gestión de liquidez o de pasivos y liquidez y, relacionado con eso, el rol de las instituciones financieras internacionales, que básicamente habló Claudio. Digamos, éste sigue en una forma bastante natural al tema del *Private Sector Involvement* que habló Arturo, y voy a hacer algunos comentarios sobre estándares y códigos, sobre lo que también hizo algunos comentarios Claudio y después unos comentarios finales.

Yo quiero hacer básicamente un par de puntos muy breves sobre los argumentos sobre los regímenes de tipo de cambio, porque claramente hay todavía un debate académico sobre cuál es el mejor régimen para un país emergente, por ejemplo, o para cualquier país. Este debate tiene muchísimos años y no sé cuántos años va a tener en el futuro, pero no veo una conclusión totalmente clara. Había un consenso que el *corner solution*, como se dice en inglés, es lo más seguro en algún sentido. Entonces, los países tienen que elegir entre un régimen que es más fijo o un régimen que es básicamente flexible. Pero el punto que quiero hacer es el siguiente,

(*) Desgrabación de conferencia corregida por el editor. Versión no corregida por el autor.

que a pesar de que hay una discusión sobre si este régimen de tipo de cambio es mejor que otro, yo no sé realmente si éste debería ser el enfoque del debate en las reuniones internacionales, por un par de razones. Primero, si miramos un poco los números, y realmente cuando yo investigué los números, porque el Fondo Monetario me pidió escribir un trabajo sobre el tema y entonces me forzó mirar los números, hay un montón de países con regímenes intermedios. Para mí no hay tendencias claras, punto. Hay varios trabajos que dicen lo opuesto, pero depende del período de la muestra, depende de cómo es la clasificación exactamente y, en particular, si se pondera por PIB, o si es un promedio simple y el tratamiento de los once países de la Unión Monetaria de Europa también es crucial. Entonces, si depende de todas estas cosas, la conclusión es que no hay una tendencia muy clara. Y segundo, que hay muchos países que todavía están en regímenes intermedios. Entonces, si ésta es la situación, no creo que sea muy útil para cualquier grupo internacional, y ésta es siempre la posición de Argentina en estos grupos, que la comunidad internacional diga que un tipo de cambio fijo o un tipo de cambio flotante es “lo mejor” o “la solución”. Creo que el enfoque tiene que ser otro, que es básicamente pensar en lo que llamo los *supporting policies*. Entonces, la elección del régimen de tipo de cambio, como siempre dice el FMI, creo, es una elección del país, pero claramente, si se elige un régimen de tipo de cambio, cada país es responsable por asegurar que el resto de las políticas sean coherentes con que este régimen de tipo de cambio sea sostenible y consistente, etc.etc.

Personalmente, mi opinión es que si un país quiere un tipo de cambio fijo y al mismo tiempo quiere una cuenta de capital totalmente abierta, es un problema desarrollar una política monetaria activa. Es lo que pasa en un *Currency Board* o posiblemente en la dolarización completa; éste es un resultado bastante estándar de la literatura económica. También es muy interesante pensar que si un país realmente quiere un tipo de cambio flotante, debe determinar cuáles son las políticas necesarias para apoyar esta elección. Por ejemplo, se necesita de algún objetivo monetario y eso nos lleva al tema de los *inflation targeting regimes*, que ahora está de moda. Otro punto a tener en cuenta es que la experiencia de muchos países muestra la volatilidad de un régimen de tipo de cambio flotante y entonces de alguna manera se tiene que pensar cómo un país va a sobrevivir bastante volatilidad en el tipo de cambio. Bueno, esto es parte de un *trabajo* que escribí para el FMI que está disponible en el *Web Site* del Banco Central de Argentina. Estos son básicamente los comentarios que quiero hacer acerca de los regímenes de tipo de cambio.

Si pasamos al tema de la gestión de los pasivos, hay una conclusión que es bastante obvia y es que los países tienen que tener una política apropiada de manejo de los pasivos. Entonces deben evitar, como dijo Arturo, un monto de deuda muy grande de corto plazo, o, por ejemplo, evitar un problema de concentración de liquidez en el sector financiero. Supongo que estos son los dos sectores donde la posibilidad de ocurrencia de un problema de liquidez es más posible. Pero, pensando en algunas características de algunos países emergentes se nos plantea una pregunta: ¿es esto suficiente?, ¿o deben los países emergentes adoptar una política un poquito más fuerte en este sentido?. Y ahí, nosotros en el Banco Central de Argentina hemos desarrollado un poco una teoría pensando especialmente en nuestro caso, pero pensamos también que podría ser relevante en algunos otros países y creo que el punto era evidente en la reciente crisis, en particular en Asia, que los países emergentes en realidad tienen un *trade-off* entre estabilidad financiera y estabilidad monetaria, posiblemente más duro que el de, por ejemplo, Estados Unidos o algún país industrializado. Básicamente porque es difícil pensar si hay un problema de liquidez, por ejemplo en el sector financiero, es muy probable que al mismo tiempo la demanda por activos domésticos fuera baja y la demanda por activos extranjeros fuera alta. Y si ésta es la situación, entonces si hay un problema de liquidez, éste viene de la mano con un problema más fuerte de sustitución de moneda o de activos; sería casi imposible pensar en una inyección de liquidez en moneda local, en pesos, y al mismo tiempo, una operación para esterilizar, por ejemplo, con una venta de bonos del gobierno. Esto se puede pensar en un país industrializado, pero pensando en las características de Argentina, es bastante difícil pensar en eso y esa fue nuestra experiencia claramente en el año 1995. Y también creo que fue evidente en las crisis de algunos países en Asia. Entonces esto implica que la habilidad de imprimir moneda local es obviamente necesaria para resolver el problema del sector financiero, pero si hubiera otro objetivo”, como un objetivo de tipo de cambio, como en Argentina, o como un objetivo de inflación o un objetivo monetario, en ese momento sería casi imposible mantenerlo. Entonces, para mantener los dos, es probable que se necesite pensar más explícitamente sobre una política de liquidez.

¿Cómo sería, entonces, esta política de liquidez? Esta pregunta está muy vinculada con la pregunta: ¿A cuánto asciende el monto óptimo de reservas que un país tiene que tener? Es notable que algunos países emergentes a pesar de que tienen un tipo de cambio flotante, tienen muchas

reservas, y hay algunos *trabajos* notando eso y diciendo: qué raro que tienen tantas reservas. Mi reacción es: bueno, posiblemente e implícitamente tienen una política de liquidez y entonces las reservas no están ahí necesariamente para un tema de intervenir en el mercado de cambios, digamos, sino que están ahí para prevenir y para resolver cualquier problema de liquidez en el sector público o en el sector financiero, por ejemplo.

Pero, claramente, mantener reservas elevadas es una política que tiene su costo, que tiene un costo bastante alto y, entonces, esto implica que es mejor pensar sobre algunos instrumentos que pueden bajar el costo de una política de liquidez, pero al mismo tiempo manteniendo una política muy prudencial.

Y ahí, quiero mencionar primero el rol de los instrumentos contingentes y, segundo, eso está muy vinculado con el rol posible o potencial de las instituciones financieras internacionales. Primero, nuestra experiencia en Argentina es que ese sector privado puede ofrecer líneas contingentes y, en realidad nosotros calculamos que el costo de eso es menor que el costo de mantener reservas, entonces es una política eficiente. Obviamente, tiene sus problemas ya que la liquidez en algún sentido no es la misma. Hay posiblemente un *trade-off* entre la calidad de liquidez, si se puede decir eso, y el costo.

Pero también creo que las instituciones financieras internacionales realmente tienen que pensar en un rol explícito de complementar este tipo de políticas de liquidez. Y éste es en algún sentido claramente el rol del *Contingent Credit Line* (CCL); no están tan explícito pero implícitamente éste es el rol del “CCL”, y creo que el nacimiento de la línea contingente de crédito del FMI es un hecho muy importante y potencialmente muy útil para el futuro, si se pueden solucionar los problemas que ha mencionado un poco indirectamente Claudio al respecto del diseño de la línea.

Es interesante pensar un minuto sobre el rol de las instituciones financieras internacionales en la realidad de la Argentina hoy en día. En la Argentina, el gobierno mantiene un *stand-by* de 7.2 mil millones de dólares, total, y básicamente en Argentina se piensa en esta línea como una defensa, una herramienta contingente para el sector público. Entonces, básicamente, para el manejo de la deuda del Tesoro y la política del gobierno es necesario mantener esa herramienta. Además, el Banco Central en realidad tiene un

adicional de mil millones de dólares del Banco Mundial y del BID, por la línea contingente que nosotros mantenemos con un grupo de bancos comerciales. Además, nosotros tenemos una línea de liquidez contingente con 15 bancos comerciales internacionales, de un monto total de 5.9 mil millones de dólares y, además los mil millones de dólares del Banco Mundial y del BID. Y esto está pensado como una política prudencial, para el sector financiero, el sector bancario más específicamente. Entonces, claramente, hay una división de responsabilidades acá, que el Fondo se piensa en Argentina implícitamente como un “defensa” del Tesoro, e implícitamente el Banco Mundial y el BID como un “defensa” en algún sentido del sector financiero, y creo que se puede justificar esta división. Pero realmente, para ser franco, fue un resultado de historia y negociación y no sé si fue pensado tan explícitamente como en una división de responsabilidades tan claras.

Y básicamente el punto que quiero hacer es que realmente se requiere un debate de cuáles son los roles del Fondo, del Banco Mundial y los bancos regionales y cuáles son los instrumentos que realmente se necesita desarrollar en este mundo. Porque, claramente, el mundo ha cambiado, un poco como dijeron Claudio y Arturo, con flujos de capitales privados muchísimo más grandes que antes, y se torna relevante la pregunta de cuál debería ser la división de las responsabilidades entre las distintas instituciones.

Yo creo que este debate está todavía en progreso, para mí no hay una conclusión total todavía.

Sobre el tema del *private sector involvement*, yo quiero hacer una aclaración. Cuando en el debate se habla hoy en día sobre el *private sector involvement* se discute el *involvement* después de la crisis, *ex-post*. Entonces realmente se habla de compartir los costos en la solución de un problema y no en la posibilidad de prevenir un problema, y yo creo que se tiene que distinguir en forma muchísimo más clara cuáles son las políticas para prevenir un problema y cuáles son las políticas para resolver crisis y qué puede hacer el sector privado en ambos casos. Y esto, posiblemente, tiene relación con el comentario muy interesante de Arturo sobre el movimiento de los bonos argentinos, cuando se hace un paquete.

Claramente, nuestra línea de crédito contingente, la línea de liquidez contingente que se mantiene en el Banco Central con el sector privado, es

una forma de *private sector involvement*, pero está pensando como un instrumento que es preventivo y no de *burden sharing*.

Quiero hacer un comentario acerca del *burden sharing*. Lo que veo en los debates, lo que está buscando el sector privado básicamente es un manual de reglas de cuál sería la actitud del sector oficial en este tipo de casos. Y el sector oficial hasta ahora no ha desarrollado este manual y básicamente la política consiste en un estudio caso por caso. Hay dos argumentos a favor del estudio caso por caso. Uno es que este manual en realidad es imposible de escribir, es un problema de contratos imperfectos en la *jerga* de los economistas, que el mundo es básicamente tan complejo que no se puede decir cómo será la próxima crisis, entonces es imposible escribir las reglas de cómo tiene que actuar el sector oficial. La otra justificación es que en algunos casos posiblemente la ambigüedad es constructiva. Entonces, entra a tallar el tema del riesgo moral. Si se quiere una lista de reglas totalmente claras, posiblemente esto aumenta el riesgo moral, mientras que si hay ambigüedad, posiblemente baja el riesgo moral. Obviamente, bajar el riesgo moral también tiene su costo que es el aumento del riesgo, el *spread*, digamos, de los países emergentes al que refirió Arturo.

Pero es claro que no toda la ambigüedad es necesariamente constructiva. Es un tema muy difícil porque es un problema para mí donde falta todavía un modelo correcto económico y si falta un modelo correcto económico es un poco difícil decir cuál es la política óptima. Entonces, realmente tenemos que desarrollar el modelo primero para decir si es mejor reglas más claras o la ambigüedad. Pero quiero enfatizar este punto: creo que en algunos casos se puede diferenciar entre problemas que son más de liquidez y problemas que son más estructurales, de solvencia. Y si el problema es más de liquidez, claramente el tema del *burden sharing* expost no es un tema. Por definición no hay ningún *burden sharing* que se tenga que hacer, entonces la política apropiada es preventiva. Claramente, si el problema es un problema de solvencia, si hay un problema más estructural, claramente el tema de *burden sharing* aparece. Obviamente, no en todos los casos se puede diferenciar tan claro, pero esta diferenciación se tiene que hacer más en la discusión política. Creo que el vínculo entre el tipo de problema y el tipo de reacción todavía no está suficientemente en el debate.

Una parte del debate sobre *private sector involvement* también habla sobre los contratos de los bonos y las cláusulas de acción colectiva, como se dice en inglés. Quiero hacer un punto muy breve. Obviamente hay varios países emergentes, incluyendo Argentina, que tienen bonos ya emitidos en Nueva York y tienen bonos ya emitidos por ejemplo en Londres. Estos bonos tienen distintas cláusulas, entonces hay distintos derechos para los tenedores de los bonos bajo la ley americana y bajo la ley británica. Y la mecánica en general es tender hacia las cláusulas de acción colectiva, no es una opción unánime, pero hay una tendencia en este sentido. Mirando los datos, se puede observar una diferencia pequeña de los *spreads*. Se tiene que controlar obviamente por distintas monedas, etc, etc. pero hay una diferencia en los “spreads” que no es tan significativa. Más allá de eso, el punto que quiero hacer es el siguiente: yo creo que hay una diferencia entre el uso de estas cláusulas de una manera voluntaria y el uso de estas cláusulas de una manera más forzada. Si, por ejemplo, el Grupo 20 decide mañana que todo el Grupo 20 van a emitir bonos siguiendo la ley británica u otra cláusula, eso no representaría un problema. Pero si la comunidad internacional decide que se tiene que emitir bonos en esta forma, por ejemplo, para tener acceso a recursos de las instituciones financieras internacionales, la señal sería **muy** negativa.

El último tema que quiero tratar es el tema de estándares y códigos. Ya hablé un poco Claudio sobre este tema, entonces voy a ser muy breve. Yo creo que hay bastante desarrollo de los estándares y códigos en este momento. Es un tema realmente donde hubo mucho progreso. El “FSF”, el *Financial Stability Forum* ha identificado doce estándares como los claves. El problema hasta ahora es que mirando las encuestas de un informe reciente del FSF donde participé yo como representante de un país emergente y también hay un trabajo del FMI que más o menos dice lo mismo, la encuesta en el sector privado muestra que no hay muchos actores que conozcan muy bien estos estándares. Entonces hay un tema de educación: es necesario dar más difusión a los estándares y códigos que ya existen. Pero creo que los estándares que ha identificado el FSF son básicamente buenos y es un muy buen ejercicio de disciplina para los países hacer una auto-evaluación y publicarla. En la actualidad se estudia en el debate internacional cuáles son los incentivos que se tienen que crear para ayudar a la implementación de estos códigos. Y como comentó Claudio, creo que hay un trabajo muy importante del Fondo y también del Banco Mundial con una evaluación de éstos en la práctica de distintos países.

En el caso de Argentina, el Fondo ya ha hecho una evaluación sobre el tema de transferencia, que fue una experiencia piloto. El Banco Central, ha hecho una evaluación del cumplimiento de los principios básicos de Basilea, que se puede ver en el *Web Site* del Banco Central. También el Banco Central en conjunto con el Banco Mundial y el BIS ha hecho un informe sobre el sistema de pagos, que es uno de los doce estándares claves y que también está en el *Web Site* del Banco Central y, como dijo Claudio, Argentina pidió lo que se llama una auditoría del sector bancario y, segundo, un FSAP (*Financial Sector Assessment Program*) para el año que viene.

Resumiendo un poco, creo que ha habido mucha discusión en este debate sobre la arquitectura financiera internacional, mucha discusión sobre regímenes cambiarios y *private sector involvement*. Creo que hasta ahora no se ha llegado a conclusiones muy definidas. Hay muchos más avances en el tema de liquidez, que ya se ha instalado como un tema importante en el debate internacional y el nacimiento del CCL es potencialmente un hecho muy importante. También se pueden destacar los avances en materia de códigos y estándares.

Pero quiero terminar planteando una duda, que en algún sentido refleja los comentarios de Arturo, también, que siento todavía que las políticas, dado el tamaño de los flujos de capitales que movemos hoy en día, no son lo suficientemente fuertes como para mantener una estabilidad necesaria dado el nivel de integración, como para darle un nivel necesario de estabilidad de estos flujos. Y hay dos hechos estilizados que me parecen muy importantes. Uno es la composición de los flujos en los países emergentes. De acuerdo a la información del *World Economic Outlook* del Fondo, ahora los flujos están dominados por la Inversión Extranjera Directa (IED). En realidad, los otros flujos en términos netos son negativos, y éste es el tercer año de otros flujos netos negativos. Entonces, los flujos netos a países emergentes en los últimos tres años han sido IED. Hay distintas interpretaciones de eso. Hay interpretaciones buenas y hay interpretaciones no tan buenas. Yo creo más la interpretación no tan buena. La buena es que el FDI es un flujo más estable, que refleja inversión real, etc. etc. En parte, digamos, la interpretación más negativa es que ahora los flujos de portafolio son negativos y no creamos un sistema institucional internacional para mantener flujos estables de portafolio.

El hecho que quiero mostrar es que a pesar de que la visión de consenso espera un *soft landing* para Estados Unidos y los países industrializados en general, como dijo Claudio, están creciendo bastante bien, este *soft landing* en Estados Unidos está acompañado por un aumento en la aversión al riesgo muy significativa. Si consideramos el *spread* entre una empresa que no tiene *investment grade* y el rendimiento de un bono del Tesoro de Estados Unidos, éste ha subido bastante en la crisis de Rusia, en julio del 98, bajando un poquito después, pero muy poquito. Ha subido otra vez con la caída del NASDAQ y ha subido recientemente otra vez de una manera muy significativa.

Las emisiones de bonos más recientes en los Estados Unidos de este tipo de empresa nos muestran que los precios de los bonos han bajado y éste es un indicador de la liquidez de este mercado, que ha bajado. Yo creo que este shock no se ha visto en el EMBI (*Emerging Markets Bond Indicator*) sino hasta hace poco, porque el EMBI fue afectado por muchos eventos propios de países emergentes, por ejemplo la mejora de la calificación de México y la mejor calidad crediticia de Asia también. Entonces, una vez que el peso de eventos propios como los antes mencionados se disipen, la baja de la liquidez en el mercado general de bonos debería afectar significativamente el EMBI y creo que es un shock muy significativo para países emergentes que tienen una dependencia de los flujos internacionales.

Creo que ha habido algunos avances y mucho debate pero quiero terminar con esta duda: ¿Hemos creado realmente una arquitectura internacional suficientemente estructurada como para mantener el actual nivel de integración financiera?