

El FMI y la nueva arquitectura financiera mundial

*Víctor Manuel Cuevas Ahumada**
*Eduardo José Torres Maldonado***

Introducción

En julio de 1944 representantes de las 44 principales naciones del mundo se dieron cita en la ciudad de Bretton Woods, New Hampshire, EUA, con la finalidad de crear un sistema monetario internacional más sólido y estable que evitara la recurrencia de acontecimientos como la Gran Depresión de 1929-33. Este sistema llegó a conocerse poco más tarde como el sistema de Bretton Woods. El FMI fue creado precisamente para operar, coordinar y regular este sistema, que podría definirse como un sistema de tipos de cambio fijos, aunque ajustables, que giraba en torno al dólar estadounidense.¹

Cuando el FMI fue fundado, bajo los acuerdos de Bretton Woods, eran dos las reglas fundamentales del juego:

- 1) El Sistema de la Reserva Federal de los EUA (el Fed, en lo sucesivo) se comprometía a mantener un régimen de convertibilidad automática entre su moneda y el oro, esto es, se comprometía a intercambiar dólares por oro a un precio oficial inamovible establecido en 35 dólares la onza.

* Profesor–Investigador del Departamento de Administración de la UAM-Azcapotzalco e Investigador Nacional (victormcuevas@aol.com).

** Profesor–Investigador del Departamento de Derecho de la UAM-Azcapotzalco e Investigador Nacional (ejtorresm@hotmail.com).

¹ No obstante que los Acuerdos de Bretton Woods se firmaron a mediados de 1944, el FMI no se creó de manera oficial sino hasta el 27 de diciembre de 1945 y comenzó a operar hasta el 1° de marzo de 1947.

- 2) El resto de los bancos centrales afiliados a este sistema se obligaban a mantener fijo el tipo de cambio de su moneda frente al dólar estadounidense, así como a solicitar la autorización del FMI para hacer ajustes a su paridad cambiaria.

A esto habría que añadir que, durante la vigencia del sistema de Bretton Woods (1944-73), los mercados financieros nacionales eran relativamente pequeños y desintegrados, debido –entre otras cosas– a la presencia de regulaciones y controles financieros internos, controles cambiarios y barreras de diversa índole a la libre movilidad de capital.

Como puede observarse, el FMI comenzó a operar en un mundo muy diferente del que ahora conocemos y ha logrado sobrevivir, adaptarse y responder frente a cambios muy radicales. Por una parte, la eliminación de la convertibilidad de dólares en oro en agosto de 1971 y la sustitución “definitiva” de los tipos de cambio fijos de los países industrializados por regímenes de flotación regulada en marzo de 1973, pusieron fin al sistema de Bretton Woods. Por otra parte, en lo que podría denominarse como el sistema “post-Bretton Woods” se ha producido una expansión sin precedentes de la liquidez mundial, una liberalización financiera a escala global, y un aumento en la volatilidad de las principales variables macroeconómicas, como los tipos de cambio, las tasas de interés, los niveles de precios y las tasas de crecimiento económico.

No obstante el abandono del sistema de Bretton Woods hace aproximadamente tres décadas, y las profundas transformaciones que el entorno financiero mundial ha sufrido desde entonces, el FMI ha logrado mantener su vigencia y continúa siendo el eje gravitacional del sistema monetario y financiero internacional. Esto en buena parte se debe a que el FMI ha venido reformando su estructura y funciones, afinando sus políticas y ampliando sus responsabilidades para responder adecuadamente a las nuevas y crecientes exigencias.

Este artículo se divide en seis secciones. En la primera se abordan los cambios recientes en el entorno financiero mundial. En la segunda se analizan las reformas orientadas a mejorar las tareas de detección y evaluación de riesgos de crisis financieras. La tercera sección examina las medidas que propone el FMI para incrementar la transparencia económica y financiera de las naciones miembros. La cuarta se habla sobre el programa de fortalecimiento de los sistemas financieros domésticos, que impulsan tanto el FMI como el Banco Mundial. En la quinta se destaca la importancia de contar con un sistema cambiario sostenible y se analizan las recomendaciones del FMI para lograrlo. Y en la sexta sección se estudian las problemáticas del riesgo moral, la disciplina de mercado y la regulación financiera, para al final presentar las conclusiones.

1. Cambios recientes en el entorno financiero mundial

Durante la era “Bretton Woods”, las crisis en el sector externo de las economías se reducían básicamente a déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos que se financiaban con reservas internacionales y con créditos del FMI. Asimismo, para corregir los desequilibrios en las cuentas corrientes de las naciones afiliadas, el FMI recomendaba políticas fiscales y monetarias restrictivas y, eventualmente, autorizaba devaluaciones cambiarias. Estas prescripciones de política económica funcionaron satisfactoriamente durante la etapa de la post-guerra, pero fueron perdiendo gradualmente su eficacia, sobre todo, a partir de la década de los setenta. Esto en virtud de que en las últimas tres décadas se han producido –por lo menos– tres importantes desarrollos en el entorno financiero mundial:

- 1) La eliminación de la convertibilidad de dólares en oro sentó las bases para un crecimiento sin precedentes de la liquidez en el mundo, pues a partir de entonces los dólares se emiten sin un respaldo real y un porcentaje significativo del dinero emitido por el Fed circula fuera de la Unión Americana.²
- 2) La liberalización financiera mundial que arrancó a finales de la década de los setenta, y que se consolidó durante las décadas de los años ochenta y noventa, suprimió los controles cambiarios, los controles a los flujos internacionales de capital, y diversas formas de regulación y represión financiera doméstica en la mayoría de las naciones del orbe.³ Lo anterior, aunado al incremento de la liquidez mundial y al impresionante desarrollo de las telecomunicaciones, redundó no sólo en la libre movilidad del capital sino en mercados financieros cada vez más grandes y mejor integrados.
- 3) La flexibilización de los regímenes cambiarios, el desplazamiento de los flujos internacionales de capital cada vez más libre, y la expansión de los mercados financieros y de la liquidez en el mundo, han provocado una creciente volatilidad en los tipos de cambio, las tasas de interés y las tasas de inflación. Esto, a su vez, ha incidido negativamente en los niveles de actividad económica y de empleo de diversos países y regiones del planeta.⁴

² Basándose en datos del Fed, el economista Kurt Schuler (1999) estima que aproximadamente dos terceras partes de los dólares que se han emitido circulan fuera de los EUA.

³ La represión financiera consiste en el establecimiento de techos a las tasas de interés, en la imposición de restricciones sobre la composición de la cartera de crédito de los bancos, y en otro tipo de medidas que distorsionan gravemente el funcionamiento de los mercados y de las instituciones financieras.

⁴ Véase Gavin y Hausmann (1996) y O'Donnell (2001).

Como resultado de estos cambios, las crisis financieras o cambiarias actuales involucran no sólo a la cuenta corriente sino también a la cuenta de capital de la balanza de pagos. Por tal motivo, además de la austeridad fiscal y monetaria, y de los ajustes cambiarios, ahora es necesario atender todas aquellas esferas que inciden en la confianza de los inversionistas nacionales e internacionales. Esto es, hoy en día el FMI debe supervisar y monitorear la salud de los sistemas financieros domésticos, la idoneidad de los marcos regulatorios, los arreglos institucionales y legales de cada nación, y todas las cuestiones directamente relacionadas con la transparencia y el buen gobierno. Entre los aspectos que más preocupan al FMI están los relacionados con:

- a) La supervisión y la regulación bancarias.
- b) La adopción y observancia de estándares y códigos internacionales en el manejo de las instituciones financieras y de las empresas.
- c) Divulgación de información precisa, abundante y oportuna sobre el comportamiento de las principales variables económicas, financieras y sociodemográficas.

Es importante señalar que, no obstante los cambios esbozados en el entorno financiero, la misión fundamental del FMI ha permanecido inalterada: crear un sistema financiero internacional estable, cooperativo y funcional que coadyuve al crecimiento del comercio internacional y permita a los países miembros alcanzar y mantener una situación de pleno empleo, estabilidad de precios y equilibrio externo. Este ha sido y presumiblemente continuará siendo el mandato básico del FMI, por lo que las reformas a la arquitectura financiera mundial deberán propiciar que el Fondo cumpla con su mandato original en un entorno económico muy distinto al de mediados del siglo XX.

2. Detección y evaluación de riesgos de crisis financieras

Tanto el FMI como los gobiernos nacionales han venido desplegando esfuerzos para mejorar su labor en las áreas de detección, evaluación y por supuesto reducción de riesgos de crisis financieras. Sin lugar a dudas, las cinco condiciones fundamentales para reducir el riesgo de una crisis en un país determinado serían las siguientes:

- 1) La formulación e instrumentación de una política económica sólida y consistente.
- 2) El mantenimiento de un nivel de reservas internacionales que permita no sólo solventar las obligaciones externas a corto plazo de los sectores público y priva-

do sino, también, desalentar eventuales ataques especulativos contra la moneda doméstica.

- 3) La adopción de un régimen cambiario sostenible en el largo plazo.
- 4) La participación activa en las iniciativas de reforma al sistema financiero mundial, en particular, en las iniciativas que tengan que ver con el fomento de la transparencia económica y con el desarrollo y la adopción de códigos y estándares financieros internacionales.
- 5) El impulso de las reformas estructurales e institucionales que permitan, por una parte, fortalecer la confianza de los inversionistas nacionales y extranjeros y, por la otra, reducir la vulnerabilidad de la economía frente a choques internos y externos.

El cumplimiento de las condiciones referidas reduce considerablemente, aunque no elimina, el riesgo de que se produzca una crisis monetaria, financiera y/o cambiaria. En virtud de que, como lo atestigua la experiencia de la década pasada, no siempre es posible prevenir o evitar las crisis, el FMI ha venido trabajando con los países miembros y con otros organismos financieros multilaterales en el perfeccionamiento de las tareas relacionadas con la predicción y la resolución de las mismas.⁵ Dichas tareas involucran, entre otras cosas, lo siguiente:

- a) La supervisión de las políticas económicas de las naciones.
- b) La evaluación de los sistemas financieros domésticos y el monitoreo de las cuentas de capital.
- c) El seguimiento de los acontecimientos económicos y políticos alrededor del mundo.
- d) La prestación de asistencia técnica en áreas como la fiscal, la monetaria, la cambiaria, y la referente a la elaboración y disseminación de estadísticas.
- e) El otorgamiento de crédito a países afiliados con diversos problemas de balanza de pagos.⁶ Los financiamientos que extiende el Fondo están condicionados a que las naciones receptoras impulsen las políticas macroeconómicas y las reformas estructurales que se estimen necesarias para la corrección de los desequilibrios.

⁵ Como el Banco Mundial y el Banco de Acuerdos Internacionales.

⁶ Al cierre de junio de 2002 el FMI registraba una cartera de crédito pendiente de pago por alrededor de 88 mil millones de dólares. Estos créditos se extendieron a través de los siete programas básicos de asistencia financiera que administra el FMI en beneficio de un total de 88 países.

- f) La exploración de fórmulas y esquemas novedosos para, por un lado, reestructurar las deudas foráneas de los países que verdaderamente lo ameriten y, por el otro, inducir una mayor participación de los acreedores privados en los rescates financieros de dichos países.

La responsabilidad que el FMI ha asumido recientemente consiste, por ende, no sólo en prevenir las crisis nacionales e internacionales hasta donde sea técnicamente factible, sino en aumentar la eficiencia y la eficacia con que se predicen, administran y resuelven tales crisis. Precisamente, el propósito general de las reformas a la arquitectura financiera mundial que el FMI ha venido impulsando en años recientes consiste en mejorar el conjunto de tareas asociadas a la previsión, predicción y resolución de las crisis financieras.⁷

Ahora bien, el avance de la globalización, la creciente interdependencia macroeconómica y la mayor probabilidad de contagio o transmisión de las crisis entre las naciones y regiones, han obligado a que parte importante de las reformas aludidas consista en reforzar la supervisión de las políticas económicas nacionales, procurando imprimir a esta labor no sólo una mayor continuidad y minuciosidad sino también una mayor amplitud. Ahora, el FMI supervisa⁸ y evalúa no solamente las políticas fiscal y monetaria, el nivel de reservas, el manejo de la deuda pública y la situación de la cuenta corriente de cada país sino, también, la salud de su sistema financiero, el comportamiento de su cuenta de capital y su vulnerabilidad externa en general.⁹ Otra consecuencia inevitable de la integración macroeconómica de los países es que en la actualidad el FMI discuta, con cada uno de sus 184 miembros, las acciones de política económica y los esfuerzos de reforma estructural a la luz tanto de las posibles repercusiones domésticas como de las posibles repercusiones regionales o mundiales que pudieran tener.

Sin lugar a dudas, el proceso de globalización financiera justifica el creciente énfasis que el FMI ha puesto en las cuentas de capital y en los sistemas financieros de los países. No obstante, es necesario señalar que dicha institución ha ido mucho más allá al involucrarse con todas aquellas cuestiones que pueden influir significativamente en la estabilidad y en el crecimiento económicos, como las políticas laboral y ambiental, la fortaleza de las instituciones y los principios del buen gobierno.

⁷ A este respecto, vale la pena consultar el trabajo de Eichengreen (2000).

⁸ La supervisión se lleva a cabo a través no sólo de consultas periódicas con los gobiernos de cada país sino de sistemas de monitoreo cada vez más sofisticados.

⁹ Esto obedece a que la liberalización de las cuentas de capital de los países en desarrollo ha jugado un papel crítico en el desencadenamiento de las crisis económicas de los últimos años, especialmente cuando dicha liberalización no se ha visto precedida por la modernización y el fortalecimiento de los sistemas financieros domésticos.

Finalmente, como complemento de las medidas anteriores, el Fondo ha desarrollado un marco analítico para evaluar la vulnerabilidad externa de las economías, así como sistemas de alerta temprana de crisis financieras. Los sistemas de alerta previa están diseñados para monitorear los riesgos que se van generando en las economías domésticas y en los mercados financieros internacionales. Al identificarse mejor los factores de vulnerabilidad en los horizontes económicos nacionales e internacionales, es posible formular e instrumentar medidas de política económica que eviten el estallamiento de las crisis o que, por lo menos, contrarresten los efectos de las mismas.¹⁰ De este modo, se espera que las crisis económicas se tornen cada vez más esporádicas y menos severas.

3. Medidas para incrementar la transparencia económica y financiera

Los mercados financieros operan en un ambiente de información asimétrica e incompleta, lo que origina que las personas e instituciones que participan en ellos tiendan a sobrereaccionar y a asumir conductas irracionales frente a determinados eventos o noticias.¹¹ En este contexto, los inversionistas que carecen de información relevante, o que no cuentan con suficientes elementos para evaluarla, tienden a imitar el comportamiento de las instituciones e individuos mejor informados. Dichos inversionistas llegan a comportarse, por ende, como una suerte de rebaño y a desatar con sus acciones lo que se conoce indistintamente como “efecto rebaño” o “efecto borrego”. En el caso de los mercados accionarios domésticos, el efecto rebaño explica las corrientes compradoras y vendedoras de acciones que derivan en *booms* y *cracs* bursátiles, respectivamente. Durante los *booms* el rebaño está guiado por un optimismo excesivo que se traduce en compras compulsivas de acciones. Dicho optimismo, sin embargo, puede fácilmente volcarse en pánico descontrolado ante determinados acontecimientos o informaciones, desencadenando así una ola vendedora de acciones y una abrupta caída en los precios de las mismas. La explicación de este comportamiento irracional reside en la incapacidad de un buen número de inversionistas para distinguir entre las acciones de las emisoras sólidas y las acciones de las emisoras frágiles. De allí que la sobreoferta de acciones y los desplomes en los precios involucren incluso a los títulos de las emisoras fuertes.¹²

¹⁰ No obstante que los sistemas de alerta previa distan mucho de ser infalibles, en ocasiones han permitido detectar oportunamente el riesgo de una crisis y tomar las medidas preventivas conducentes.

¹¹ Esto es especialmente cierto en el caso de los inversionistas que se encuentran menos informados.

¹² Vale decir que, en un entorno de información adecuado, los *cracs* bursátiles no tendrían por qué arrastrar a los precios de las acciones correspondientes a las emisoras sólidas.

Asimismo, hay que señalar que el efecto rebaño se produce tanto en los mercados financieros domésticos como en los internacionales. En los últimos el efecto señalado ha ocurrido con alguna frecuencia al deteriorarse la capacidad de pago de un país, puesto que los inversionistas reaccionan retirando sus capitales no sólo del país en cuestión sino de todo un conjunto de países. Así es como el efecto rebaño y los problemas de información que le subyacen pueden dar lugar a los denominados contagios financieros, sobre todo, entre los países en desarrollo. Estos contagios se deben a la dificultad que a veces existe para separar nítidamente a la nación en problemas de alguna o de algunas otras naciones de la misma región. Cuando esta separación o deslinde no logra hacerse de manera clara, los inversionistas pierden la confianza en el desempeño económico de toda la región o subregión en la que el país referido se ubica. Es por ello que los capitales abandonan incluso a países vecinos que gozan de una cierta estabilidad macroeconómica, provocando con ello la expansión y la regionalización de las crisis financieras.

Más concretamente, las deficiencias en la generación, suministro, manejo e interpretación de la información ocasionan que los inversionistas internacionales no siempre logren diferenciar claramente entre los países cuyos fundamentos económicos son sólidos y los países cuyos fundamentos son frágiles. De allí que procedan a retirar sus capitales no sólo del país o de los países en dificultades sino de regiones enteras. Este fenómeno se ve frecuentemente exacerbado por la desconfianza de los inversionistas internacionales ante la falta de madurez institucional de algunas naciones y la excesiva discrecionalidad en la toma de decisiones de política económica. En esta tesitura, el riesgo de que las crisis financieras se extiendan e involucren a países relativamente fuertes en sus fundamentos económicos, emana tanto de las deficiencias en materia de información económica y financiera como de la falta de transparencia en los procesos de toma de decisiones dentro de las diferentes instancias de gobierno.

3.1 Transparencia en el manejo y la difusión de la información

Para reducir la frecuencia y la severidad de las crisis es necesario incrementar la transparencia económica y financiera por medio del diseño, la adopción y observancia de normas internacionales en materia de generación, revelación y divulgación de información. Por tal motivo, el FMI desarrolló en 1996 el denominado Sistema "Especial" de Divulgación de Información (SEDI) con el fin de auxiliar a los países que participaban en los mercados de capital, o que planeaban participar en éstos, en la divulgación de información periódica, comprensiva, oportuna y precisa.

Un año más tarde, se puso en marcha el llamado Sistema “General” de Divulgación de Información (SGDI), cuyo objetivo radica en proponer a los países un conjunto de estándares para asegurar la calidad y la integridad de la información que generan sobre el comportamiento de las variables reales, fiscales, financieras, sociodemográficas y de sector externo. Asimismo, la información que ingresa a este sistema se hace accesible de manera simultánea, y de conformidad con un calendario previamente anunciado, al público en general y a todas las partes interesadas.

Es importante mencionar que los países se suscriben voluntariamente a estos sistemas pero, una vez que lo hacen, quedan obligados a observar los estándares y políticas de los mismos. El SGDI está diseñado básicamente para ayudar a los países a mejorar sus sistemas de generación de estadísticas, mientras que el SEDI se ocupa sobre todo de promover la difusión de información que ya cumple con ciertos estándares de calidad e integridad. De allí que el SGDI sirva para preparar a los países para su ingreso al SEDI. Así es como el FMI está contribuyendo a corregir las deficiencias y las asimetrías de información con que operan los mercados financieros.

El FMI también ha formulado recomendaciones para mejorar la generación, suministro e interpretación de información concerniente al desempeño de las instituciones financieras y las empresas. En la medida en que los gobiernos, las instituciones financieras y las empresas proporcionen información suficiente, fidedigna y oportuna será posible, por una parte, eliminar conductas irracionales y ajustes bruscos en los mercados financieros y, por la otra, formular políticas económicas más consistentes y sólidas.

3.2 Transparencia en los procesos de toma de decisiones

Paralelamente, el Fondo ha venido brindando asistencia técnica dirigida a combatir la excesiva discrecionalidad en los procesos de toma de decisiones y a mejorar la evaluación y el manejo de riesgos. Dicha asistencia consiste en la elaboración de códigos y estándares que rijan la actuación de los organismos gubernamentales, en especial, de aquellos que participan directamente en la formulación e instrumentación de la política económica. Los países pueden apearse total o parcialmente a los códigos de buenas prácticas del FMI en materia fiscal, monetaria y financiera. Sin embargo, dicha institución elabora reportes periódicos sobre la adopción y la observancia de sus códigos en cada nación y los resultados de estas evaluaciones influyen en el otorgamiento de la ayuda financiera del Fondo y en la confianza de los inversionistas internacionales.

3.2.1 Código de buenas prácticas de transparencia fiscal

Este código contiene los parámetros utilizados por el FMI para evaluar de manera metódica y sistemática el grado de transparencia fiscal de los países miembros. En términos generales el código referido permite evaluar aspectos tales como:

- 1) La claridad en la definición de la estructura, las funciones y las responsabilidades de los gobiernos federal, estatal y municipal, así como de los poderes ejecutivo, legislativo y judicial.
- 2) Los principios, leyes y procedimientos que rigen la intervención del gobierno en la economía.
- 3) La eficiencia, simplicidad y equidad del sistema impositivo.
- 4) El acceso del público a toda la información relacionada con el gasto y los ingresos del gobierno, el déficit fiscal y la deuda pública.
- 5) La cantidad y el grado de detalle de la información relacionada con la elaboración y el ejercicio del presupuesto.
- 6) La eficacia de la fiscalización del gasto y los ingresos públicos.
- 7) La autonomía política y económica del sistema de administración tributaria.
- 8) La rendición periódica de cuentas al poder legislativo y al público sobre el ejercicio del presupuesto y los resultados de la gestión fiscal.
- 9) La calidad, integridad y confiabilidad de toda la información fiscal que suministre el gobierno.

3.2.2 Código de buenas prácticas de transparencia monetaria

Este código contiene los parámetros utilizados por el FMI para la evaluación metódica y sistemática del grado de transparencia monetaria de los países miembros. Este código comprende aspectos tales como:

1. La claridad de los objetivos del banco central en materia de política monetaria.
2. La definición de las responsabilidades institucionales y de las funciones del banco central, tanto en la esfera monetaria como en la cambiaria.
3. La definición del grado de independencia económica y política del banco central.
4. La divulgación de información sobre el proceso de formulación e instrumentación de la política monetaria.
5. El acceso del público a la información referente a la política monetaria y los resultados de la misma.
6. La rendición de cuentas de los funcionarios del banco central.

3.2.3 Código de buenas prácticas de transparencia financiera

Este código permite evaluar la transparencia de la política financiera, es decir, de la política de regulación, supervisión y fiscalización del sistema financiero y el sistema de pagos. Este código se utiliza para evaluar, entre otras cosas, lo siguiente:

- 1) La claridad en la definición de los objetivos, funciones y responsabilidades de los diferentes organismos de regulación, supervisión y fiscalización del sistema financiero y el sistema de pagos.
- 2) La transparencia de los procesos de formulación, instrumentación y seguimiento de las políticas financieras, así como la difusión de información al respecto.
- 3) El acceso del público a la información concerniente a la política financiera.
- 4) La rendición de cuentas por parte de los organismos financieros.

3.2.4 Asistencia para el manejo de la deuda pública y las reservas internacionales

El FMI también se ha encargado de elaborar los lineamientos básicos para el adecuado manejo de la deuda pública y las reservas internacionales. Gran número de crisis financieras ha estallado debido a un manejo imprudente de la deuda pública y de las reservas internacionales. Por tal motivo, el FMI ha emitido una serie de lineamientos para asegurar que la estructura de vencimientos de la deuda pública externa sea manejable¹³ y que las reservas internacionales alcancen tanto para solventar los compromisos a corto plazo como para hacer frente a eventuales perturbaciones externas –como caídas en los precios del petróleo u otras materias primas– y ataques especulativos contra la moneda doméstica.¹⁴

3.2.5 Monitoreo de las cuentas de capital

Muchas de las crisis financieras recientes han tenido su origen en una liberalización prematura, acelerada y mal administrada de la cuenta de capital de la balanza de pagos.¹⁵ En este contexto, además de hacer un seguimiento mucho más diligen-

¹³ La estructura de vencimientos de la deuda pública externa se considera manejable cuando no implica desembolsos en el corto plazo que resulten difíciles o imposibles de cumplir.

¹⁴ La probabilidad de que sobrevenga un ataque especulativo es mayor cuando el tipo de cambio se encuentra marcadamente sobrevaluado y el nivel de reservas internacionales es bajo. En este marco, las expectativas de depreciación cambiaria se desbordan en virtud no sólo del amplio margen de sobrevaluación de la moneda sino, también, de la limitada capacidad gubernamental para defender la paridad monetaria a través de la desacumulación de reservas.

¹⁵ A este respecto, pueden consultarse los trabajos de Gavin y Hausmann (1996) y Demirguc-Kunt y Detragiache (1997).

te de las cuentas de capital –en especial, de las cuentas de capital de las naciones en desarrollo–, el FMI recomienda enfáticamente a los países afiliados que, antes de levantar las barreras a la libre movilidad de capital, se aseguren de cumplir con los siguientes requisitos:

- a) Que las instituciones de regulación y supervisión financiera modernicen sus técnicas de identificación y evaluación de riesgos, toda vez que la liberalización financiera genera nuevas formas y oportunidades de hacer negocios para los intermediarios financieros y, por ende, diversifica y expande sus operaciones.
- b) Que las instituciones reguladoras se reformen con el fin de fortalecer su autonomía y transparentar su proceso de toma de decisiones, dado que las presiones políticas y el tráfico de influencias son los obstáculos más importantes para que haya una regulación y supervisión eficaces.
- c) Que los intermediarios financieros, en particular los bancos, actualicen sus prácticas de manejo de riesgos.
- d) Que la política macroeconómica sea prudente y sólida.

4. Fortalecimiento de los sistemas financieros domésticos

Las instituciones nacionales de regulación y supervisión financiera deben fortalecer su labor, así como adecuarla al nuevo contexto económico internacional caracterizado por la libre movilidad de capital y el exceso de liquidez. Las instituciones referidas deben, asimismo, asegurarse de que los intermediarios financieros, tanto bancarios como no bancarios, evalúen adecuadamente los riesgos a los que están expuestos y cuenten con políticas y prácticas que eviten la asunción de riesgos excesivos.

Para contribuir al logro de esto, a mediados de 1999 el FMI y el Banco Mundial arrancaron un programa conjunto de evaluación periódica de los sistemas financieros de las naciones afiliadas.¹⁶ A través de este programa se han venido identificando las fortalezas y debilidades de los sistemas financieros y se han formulado recomendaciones para hacerlos menos vulnerables e impulsar su desarrollo. Paralelamente, bajo el programa aludido se han hecho evaluaciones para determinar el grado de avance de los diferentes sistemas financieros nacionales en la instrumentación y observancia de los nuevos códigos y estándares financieros internacionales. Vale señalar, que la necesidad de contar con este tipo de códigos y estándares a escala mundial surge de que los mercados financieros se encuentran cada vez más integrados. De allí que el FMI, el Banco de Pagos Internacionales, y

¹⁶ Conocido como “Programa de Evaluación de los Sistemas Financieros”.

otros organismos financieros multilaterales, impulsen su adopción y cumplimiento por doquier, puesto que allí reside precisamente la clave de una reforma exitosa a la arquitectura financiera mundial.

Los códigos y estándares para el sector financiero comprenden, entre otras cosas, lo siguiente:

- a) Fijación de requisitos homogéneos de revelación y divulgación de información para las instituciones financieras en todo orbe. Esto previsiblemente contribuirá a que las instituciones de regulación y supervisión identifiquen oportunamente los problemas del sector financiero y tomen las medidas preventivas y/o correctivas que se requieran. Asimismo, la existencia de datos abundantes y confiables contribuirá a que los participantes en los mercados financieros reconozcan a las instituciones bien administradas y las prefieran sobre aquellas que están incurriendo en prácticas demasiado riesgosas, con lo que estas últimas no podrán atraer inversionistas a menos que paguen una prima de riesgo.
- b) La adopción de prácticas globales de auditoría y contabilidad, con el fin de garantizar que los estados financieros que se elaboren sean claros y fidedignos, de manera que tanto los reguladores como los inversionistas conozcan la situación real en que se encuentran las instituciones financieras.¹⁷
- c) La observancia de una serie de principios básicos para la regulación de los bancos y de los intermediarios financieros no bancarios. Entre los principios referidos destacan: a) la independencia de las instituciones reguladoras y la protección legal de sus representantes para que, al estar libres de presiones políticas o de otra índole, puedan realizar su trabajo de manera eficaz; b) el fortalecimiento de la autoridad de los reguladores con el fin de que puedan negar o revocar licencias de operación a aquellas instituciones financieras que no cumplan con una serie de requisitos mínimos y c) la adopción de estrategias y métodos para que la supervisión de los intermediarios financieros sea permanente, continua y regular.¹⁸

5. Regímenes cambiarios sostenibles

La política del FMI es no hacer recomendaciones a los países miembros en favor de uno u otro régimen cambiario. En este contexto, el Fondo respeta la libertad de

¹⁷ Autores como Dooley (1997) y Krugman (1998) arguyen que la falta de claridad de los estados financieros de los bancos puede ser una de las principales causas de las crisis financieras.

¹⁸ Véase Godstein (1997), Folkerts-Landay y Lindgren (1998) y Grupo de los 22 (1998).

cada nación para elegir el sistema de tipo de cambio que más se ajuste a las características –estructurales y coyunturales– de su economía y al grado de desarrollo de sus instituciones. Asimismo, el FMI enfatiza que lo más importante es que el régimen cambiario seleccionado sea sostenible, pues de otra manera difícilmente se mantendría la estabilidad macroeconómica de un país¹⁹ y se mejorarían los niveles de bienestar de su población.

En esta misma línea, el FMI ha señalado en reiteradas ocasiones que para que un régimen de tipo de cambio fijo –o semifijo– sea efectivamente sostenible se requiere de políticas de apoyo muy sólidas y consistentes, tanto en el ámbito macroeconómico como en el ámbito de cambio estructural. En primer lugar, las políticas fiscal y monetaria deben estar orientadas al combate a la inflación. En segundo lugar, para desalentar eventuales ataques especulativos contra la moneda doméstica, se debe contar con suficientes reservas internacionales y con una manifiesta resolución gubernamental para defender la paridad monetaria. Y, en tercer lugar, es preciso llevar adelante reformas estructurales e institucionales que den seguridad a los inversionistas y eliminen la vulnerabilidad económica, sobre todo, en el frente externo.

Los señalamientos anteriores se hacen a la luz de las experiencias recientes de diversos países en desarrollo, como Brasil, Argentina y México. Tales experiencias indican que ningún régimen cambiario es viable en el largo si no se cuenta con una política macroeconómica sólida y con una estructura institucional fuerte. En este contexto, el último cuarto de siglo ha dejado dos importantes enseñanzas en materia de política cambiaria: la primera es que, en una economía abierta a los flujos internacionales de capital, la defensa de un tipo de cambio determinado puede ser extremadamente costosa e infructuosa; y, la segunda, es que el abandono forzado y desordenado de una determinada paridad cambiaria puede derivar en una crisis económica y financiera de grandes proporciones.

Como puede apreciarse, el respeto del FMI a la soberanía cambiaria de las naciones dista mucho de ser un respeto *per se*. Más bien, lo que ocurre es que los economistas del Fondo están convencidos de que, aun cuando unos regímenes cambiarios son más fáciles de sostener que otros en el largo plazo, la estabilidad y el crecimiento de la economía de un país no dependen realmente del régimen

¹⁹ Esto es especialmente cierto en el caso de un país en desarrollo, dado que su plataforma productiva se encuentra escasamente integrada y es altamente dependiente de materias primas e insumos intermedios importados. De allí que los macroajustes en el tipo de cambio, que casi invariablemente acompañan la sustitución de un régimen cambiario por otro, desemboquen en estanflación o inflación de costos.

cambiario sino de la política económica, la estructura productiva y las instituciones nacionales que le sirven de sustento.

6. Riesgo moral, disciplina de mercado y regulación financiera

Como se ha mencionado, los mercados financieros son inestables debido al ambiente de información asimétrica e incompleta en el que funcionan. Dicha inestabilidad redundante en la necesidad de contar con una red nacional de seguridad financiera, conformada por un prestamista de última instancia y un sistema de seguro de depósito bancario. El papel de prestamista de última instancia le corresponde al banco central, mismo que otorga créditos a corto plazo –y de último recurso– a los bancos comerciales que atraviesan por problemas de liquidez.²⁰ Por otra parte, el sistema de seguro de depósito bancario es útil para evitar que el deterioro de las finanzas de un banco se traduzca en una corrida contra ese banco o, incluso, en un pánico financiero generalizado. En síntesis, la existencia de una red doméstica de seguridad financiera obedece al funcionamiento imperfecto de los mercados y de las instituciones financieras que, a su vez, es causado por asimetrías y otras deficiencias de información.

La red de seguridad referida, sin embargo, tiene la desventaja de generar lo que se conoce como riesgo moral. El riesgo moral podría definirse como la posibilidad de que una o más instituciones bancarias, en la búsqueda de la maximización de sus utilidades, realicen prácticas imprudentes en razón de que cuentan con una red de protección y de que sus acciones no son del todo monitoreables.²¹ De esta manera, el prestamista de última instancia y el seguro de depósito, aun cuando dotan de una cierta estabilidad al sistema financiero, constituyen una fuente de riesgo moral para el propio sistema.²² De allí que toda red de seguridad financiera deba complementarse con un sistema de regulación y supervisión sólido y eficaz, pues de otro modo los bancos terminarían aprovechándose de la protección recibida para realizar actividades de alto riesgo. En este contexto, para que la regu-

²⁰ Los bancos comerciales pueden sufrir con alguna frecuencia de problemas de falta de efectivo en virtud de que operan bajo el sistema de reserva fraccionaria. Asimismo, la falta de liquidez de un banco puede afectar al sistema bancario en su conjunto, puesto que los bancos se prestan entre sí a través del mercado interbancario. En este contexto, la existencia del prestamista de última instancia resulta necesaria para aminorar la inestabilidad inherente al sistema bancario.

²¹ Véase, por ejemplo, Hart y Holmstrom (1987) y Mas-Colell, Whinston y Green (1995: 477-78).

²² Para atenuar el riesgo moral ocasionado por la red de seguridad financiera, algunos países han reducido la cobertura del seguro de depósito y fijado políticas muy estrictas para que la intervención del banco central, en su calidad de prestamista de último recurso, no sirva para subsidiar bancos ineficientes o insolventes ni para rescatar bancos que asumen riesgos excesivos.

lación y supervisión financiera sean eficaces es indispensable que las autoridades del ramo cuenten con independencia política y económica, inmunidad legal y amplias atribuciones para solicitar información, hacer inspecciones en el lugar o fuera del mismo, e imponer penalizaciones. Por lo demás, los reguladores financieros deben observar los principios básicos de supervisión bancaria efectiva del Comité de Basilea²³ y tener un conocimiento profundo sobre la dinámica actual de los mercados financieros y las operaciones de las instituciones financieras.

En otro orden de ideas, es importante que se tomen medidas para fortalecer la disciplina de mercado, de manera que las instituciones que incurran en riesgos excesivos sean penalizadas por el propio mercado y no sólo por las instituciones de regulación y supervisión. En esta tesitura, para que el mercado cumpla mejor su papel de disciplinar a quienes participan en él se requiere corregir, hasta donde sea técnicamente factible, dos problemáticas íntimamente relacionadas: 1) las deficiencias de información; y 2) el riesgo moral.

6.1 Las deficiencias de información

Por lo que se refiere a las deficiencias de información, éstas se corregirán en la medida en que se cumpla con lo siguiente:

- 1) La información económica y financiera sobre los países, las instituciones financieras y las empresas debe ser suficiente, confiable y oportuna. Asimismo, aquella información que sea pública debe hacerse accesible de manera simultánea a todos los interesados. De este modo, si los fundamentos económicos de un país ingresan en un proceso de deterioro, los inversionistas extranjeros tendrán información al respecto y retirarán sus capitales de dicha nación a menos que la prima por riesgo país y los intereses domésticos aumenten en concordancia con los nuevos niveles de riesgo. Así es como el mercado obligará a los gobiernos a ser más prudentes en el manejo de la economía, pues de otro modo se verán castigados por la vía del encarecimiento del servicio de la deuda pública. Lo mismo ocurrirá a las empresas e instituciones financieras que necesiten allegarse recursos, pues entre mayor sea su fragilidad financiera más difícil y costoso les resultará obtener financiamiento.
- 2) La información que se obtenga sobre un país o institución debe ser adecuadamente evaluada para comprender el significado de la misma. De allí que, ade-

²³ Estos principios se encuentran contenidos en el documento intitulado “Core Principles for Effective Banking Supervisión”, Basle Committee for Banking Supervisión, Bank for International Settlements, Basilea, 1997.

más de crear sistemas de información integral, oportuna y precisa, se requiere desarrollar métodos para procesar e interpretar dicha información, así como técnicas de medición de riesgos a partir de los datos disponibles. En este marco, los gobiernos y las instituciones de regulación y supervisión estarán en mejores condiciones de detectar problemas y de instrumentar medidas preventivas y/o correctivas. Asimismo, las instituciones crediticias y los inversionistas podrán racionalizar el flujo de recursos hacia aquellos países o instituciones que representen riesgos anormalmente elevados.

6.2 El riesgo moral

No obstante que una mayor y mejor información abatirán el riesgo moral al permitir un monitoreo más preciso de las operaciones bancarias, como medidas adicionales contra este tipo de riesgo se recomienda reducir la protección financiera e incrementar los requisitos de capital a los bancos. La reducción de la protección financiera se daría a través del tránsito gradual de una red de seguridad financiera total a una red de seguridad financiera parcial. En primer lugar, los bancos centrales –en su calidad de prestamistas de última instancia– deben endurecer sus políticas para asegurarse de que los créditos que otorguen sirvan, no para mantener a flote instituciones mal manejadas, sino para evitar que bancos bien administrados quiebren debido a un eventual problema de falta de liquidez. En este tenor, el crédito del banco central debe canalizarse a bancos comerciales que, a pesar de carecer del efectivo necesario para sortear sus compromisos inmediatos, sean solventes y no hayan incurrido en prácticas irregulares o demasiado riesgosas. Dicho crédito, además, debe ser a corto plazo, por cantidades limitadas y cobrando la tasa de interés de mercado.

En segundo lugar, los sistemas de seguro de depósito no deben otorgar una cobertura total, puesto que ello induce a los bancos a correr riesgos adicionales para incrementar sus utilidades sin que los depositantes se preocupen por ello. Una reducción paulatina de la cobertura del seguro de depósito, diseñada para que sólo los pequeños y medianos ahorradores estén protegidos, estimularía a los grandes depositantes a vigilar a las instituciones bancarias. De este modo, los grandes ahorradores retirarían sus depósitos o exigirían mayores rendimientos a aquellos bancos que no estuvieran cuidando su estabilidad financiera. Esto tendría dos grandes ventajas: por una parte, los bancos que asumieran riesgos excesivos serían penalizados por el propio mercado –en particular, por los grandes depositantes– y, por la otra, el costo de un eventual rescate bancario sería considerablemente menor dado que los grandes depósitos no estarían asegurados.

Finalmente, junto con la reducción de la protección financiera, sería conveniente ampliar los requisitos de capital a los bancos, en especial, a los bancos de los países que no cuenten con sistemas de regulación y supervisión maduros. A decir de Goldstein (1997) y Eichengreen (2000), una medida de esta naturaleza generaría dos importantes beneficios:

- a) Al incrementarse la base de capital, los bancos gozarían de un margen de maniobra financiero más amplio, por lo que estarían mejor preparados para enfrentar contingencias de diversa índole.
- b) Los administradores de los bancos quedarían al cuidado de un patrimonio más cuantioso, lo que presumiblemente contribuiría a desalentar la asunción de riesgos excesivos.

Como puede observarse, la disciplina de mercado y la regulación y supervisión eficaces son las dos puntas de lanza para combatir la problemática del riesgo moral en el frente doméstico. En el frente internacional, se requiere transformar tanto el papel del FMI como el papel del sector privado en la prevención y resolución de las crisis. Por lo que se refiere al Fondo, éste ha venido adecuando sus políticas con el fin de que los escasos recursos con que cuenta se utilicen más en la prevención que en la resolución de las crisis.²⁴ Por lo que toca al sector privado, se deben diseñar mecanismos para que los inversionistas privados no asuman riesgos demasiado grandes y, cuando lo hagan, compartan –preferentemente de manera voluntaria y sin violentar los mecanismos del mercado– los costos de las crisis que con sus acciones contribuyeron a desatar.

Conclusiones

De 1971 a nuestros días el entorno financiero internacional ha sufrido profundas transformaciones, como la eliminación de la convertibilidad de dólares en oro, la flexibilización de los regímenes cambiarios de gran número de países, el incre-

²⁴ Para lograr esto, el Fondo ha incorporado un sistema de incentivos y penalizaciones a sus programas de ayuda financiera. Este sistema está diseñado, por una parte, para inducir la participación activa de los países en las reformas a la arquitectura financiera internacional y, por la otra, para evitar desviaciones en el manejo de las economías receptoras de crédito. Vale añadir que en materia de asistencia técnica el FMI ha refrendado su compromiso de trabajo con cada uno de los países miembros, brindando un apoyo más decidido en ámbitos como la modernización de los sistemas de información estadística y el fortalecimiento de las instituciones encargadas de administrar dichos sistemas. El objetivo de esto, como ya se ha dicho, radica en fomentar la transparencia a través indicadores económicos confiables, oportunos y comprensivos.

mento de la liquidez mundial y la liberalización y desregulación financiera a escala global. Estos cambios, aunados a los problemas de información que caracterizan el funcionamiento de los mercados financieros, han provocado un aumento tanto en la frecuencia como en la severidad de las crisis financieras en diversos países y regiones. Por eso es que recientemente se han venido realizando una serie de reformas a la arquitectura financiera mundial. En la nueva arquitectura que se está perfilando, la supervisión de las políticas económicas de las naciones que lleva a cabo el FMI se fortalece notablemente. Como se ha visto, actualmente la labor de supervisión es más continua, minuciosa y amplia, puesto que involucra áreas que hace apenas algunos años no recibían la debida atención, como la situación de los sistemas financieros domésticos, la evolución de las cuentas de capital y los arreglos institucionales de cada país.

Las reformas a la arquitectura financiera están orientadas también a combatir, hasta donde sea técnicamente factible, las asimetrías y otras deficiencias de información que impiden la operación eficiente de los mercados financieros. El Sistema “General” de Divulgación de Información (SGDI) del FMI fue creado precisamente para asegurar la calidad y la integridad de la información económica de los países, en tanto que el Sistema “Especial” de Divulgación de Información (SEDI) fue diseñado para mejorar la revelación y la divulgación de la misma. El FMI ha formulado asimismo recomendaciones para que las instituciones financieras y las empresas superen sus problemas de generación y suministro de información. Como se señaló en su oportunidad, el objetivo del Fondo radica en que los datos económicos y financieros que proporcionan los gobiernos, las instituciones financieras y las empresas sean precisos, oportunos y comprensivos, amén de accesibles de manera simultánea para todos los interesados.

Lo anterior, aunque es de fundamental importancia para fomentar la transparencia económica y financiera, resulta a todas luces insuficiente. Por eso es que, como parte de las reformas a la arquitectura financiera, el FMI se ha comenzado a involucrar en los procesos de reforma institucional de los países miembros. En este contexto, el Fondo ha venido realizando diversas tareas orientadas a eliminar el exceso de discrecionalidad en los procesos de toma de decisiones al interior de los organismos públicos y de las instituciones financieras privadas. Estas tareas han consistido esencialmente en la elaboración de códigos para evaluar la transparencia fiscal, monetaria y financiera de las naciones, en la provisión de lineamientos para el adecuado manejo de la deuda pública y las reservas internacionales, y en la evaluación periódica de los sistemas financieros domésticos.

Finalmente, para reducir la probabilidad y la intensidad de las crisis financieras, es indispensable que las naciones logren abatir el riesgo moral en que

incurren los bancos y algunos otros intermediarios financieros debido a las deficiencias de información y a la existencia de una red de seguridad financiera. Como se ha visto, este tipo de riesgo debe aminorarse a través no sólo de un sistema de regulación y supervisión eficaz sino de la reducción de la protección financiera —que proporcionan el sistema de seguro de depósito y el prestamista de última instancia— y del consecuente fortalecimiento de la disciplina de mercado. El propósito de esto es que los mecanismos y los agentes del mercado refuercen a las instituciones de regulación y supervisión en la tarea de identificar y penalizar a aquellos intermediarios financieros que realicen operaciones irregulares o de alto riesgo.

Referencias bibliográficas

- Abed, George y Sanjeev Gupta (2002). *Governance, corruption, and economic performances*, Washington: International Monetary Fund.
- Aizenman, Joshua (2002). “Volatility, employment and patterns of FDI in emerging markets”, en NBER working paper no. 9397, diciembre.
- Allum, Peter, y Mehmet Agca (2001). “Economic data dissemination: what influences country performance on frequency and timeliness,” IMF working paper 01/173, Washington: International Monetary Fund.
- Bank for International Settlements (1997). *Core principles for effective banking supervision, Basle Core Principles*, Basle Committee for Banking Supervision, Basilea.
- Benston, George y George Kaufman (1998). “Regulating bank safety and performance” en *Restructuring banking and financial services in america*, William S. Haraf y Rose Marie Kushmeider (eds.), Washington: American Enterprise Institute.
- Burnham, James B. (1990). *A financial system for the year 2000: The case for narrow banking*, Center for the Study of American Business, publicación formal núm. 97, Center for the Study of American Business, St. Louis, Mo., E.U.A.
- Calomiris, Charles (1998). “The IMF’s imprudent role as lender of last resort”, en *Cato Journal*, núm. 17, pp. 275-295.
- Calvo, Guillermo A. (1997). *Rational herd behavior and the globalization of securities markets*, Institute for Empirical Macroeconomics, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- y Enrique Mendoza (1996). “Reflections on Mexico’s balance of payments crisis: A chronicle of death foretold” en *Journal of International Economics*, núm. 41, pp. 235-264.

- Chang, Roberto y Andrés Velasco (1998). *Financial crises in emerging markets: a canonical model*, NBER, documento de trabajo núm. 6606, NBER, Cambridge, MA.
- Cooper, Richard (1984). "A monetary system for the future" en *Foreign Affairs*, núm. 63, pp. 166-184.
- Dam, K. W. (1982). *The rules of the game: reform and evolution in the International monetary system*, EUA: University of Chicago Press, Chicago.
- Diamond, Douglas (1984). "Financial intermediation and delegated monitoring" en *Review of Economic Studies*, núm. 51, pp. 393-414.
- Eichengreen, Barry (1994). *International monetary arrangements for the 21st Century*, EUA: Brookings Institution, Washington.
- Andrew Rose y Charles Wyplosz (1997). "Contagious currency crises: First test" en *Scandinavian Journal of Economics*, núm. 98, pp. 1-22.
- (2000). *Hacia una nueva arquitectura financiera mundial*, Institute for International Economics, EUA: Oxford University Press, New York.
- Feldstein, Martín (1998). "Refocusing the IMF" en *Foreign Affairs*, núm. 77, pp. 20-33.
- FMI (1999). *Código de buenas prácticas de transparencia en las políticas monetarias y financieras: declaración de principios*, FMI, Washington, 26 de septiembre.
- (2001). *Código revisado de buenas prácticas de transparencia fiscal*, FMI, Washington, 28 de febrero.
- Frankel, Jeffrey y Andrew Rose (1996). "Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment" en *Journal of International Economics*, núm. 41, pp. 351-366.
- Gavin, Michael y Ricardo Hausmann (1996). "Sources of macroeconomic volatility in developing countries", IADB working paper, Washington, Inter-American Development Bank.
- (1996b). "The roots of banking crises: The macroeconomic context" en *Banking Crises in Latin America*, Ricardo Hausmann y Liliana Rojas (eds.), John Hopkins University Press.
- Gelos, Gaston, y Shang-Jin Wei (2002). "Transparency and international investor behavior", NBER working paper núm. 9260, (octubre), pp. 1-36.
- Grupo de los 30 (1997). *Global institutions, national supervisión, and systematic risk*, G-30, Washington.
- Gobierno de Francia (1998). *Facing international instability: twelve proposals for a European initiative*, París: Gobierno de Francia.
- Goldberg, Linda (1993). "Predicting exchange rate crises: Mexico revisited" en *Journal of International Economics*, núm 36, pp. 413-430.

- Golstein, Morris y Carmen Reinhart (1999). *Forecasting financial crises: early warning signals for emerging markets*, Washington: Institute for International Economics.
- Golstein, Morris y Philip Turner (1996). *Banking crises in emerging economies: Origins and policy options*, documento económico núm. 46, BIS, Basilea.
- (1997). “The case for an international banking standard” en *Policy Analyses in International Economics*, núm 47, Institute for International Economics, Washington.
- International Monetary Fund (2002). *Mexico: report on the observance of standards and codes: fiscal transparency module*, IMF, Washington, september.
- (2002). *World Economic Outlook*, Octubre.
- Krugman, Paul (1996). “Are currency crises self-Fulfilling” en *NBER Macroeconomics Annual*.
- Mas-Colell, Andreu, Michael Whinston y Jerry Green (1995). *Microeconomic theory*, New York: Oxford University Press.
- O’Donnell, Barry (2001). “Financial openness and economic performance”, unpublished, Dublin: Trinity College.
- Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei y Ayhan Kose (2003). *Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence*, Washington.
- Reisen, Helmut (1998). *Domestic causes of currency crises: policy lessons for crisis avoidance*, documento núm. 136 del Development Center de la OCDE, OCDE, París.
- Rogoff, Kenneth (2002). “Rethinking capital controls: when should we keep an open mind?” en *Finance and Development*, diciembre, vol. 39, núm. 4, pp. 55-56.
- Schuler, Kurt (1999). “Fundamentos de la dolarización” en *Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos*.
- Soros, George (1998). *The crisis of global capitalism*, Nueva York: Public Affairs Press.
- Stiglitz, Joseph (2002). *El malestar en la globalización*, México: Taurus.
- Varian, Hal (1992). *Microeconomic analysis*, New York: W. W. Norton & Company.
- World Bank (2001). *Global development finance*, Washington: World Bank.
- Yeager, Leland B. (1998). “How to avoid international financial crises” en *Cato Journal*, núm. 17, pp. 257-265.