

# URUGUAY: ¿QUÉ APRENDIMOS DE LA CRISIS FINANCIERA DE 2002?

29 DE mayo DE 2007



BANCO MUNDIAL  
MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS



# ÍNDICE

PRÓLOGO .....	2
David E. Yuravlivker, Representante del Banco Mundial en el Uruguay	
APERTURA .....	5
Palabras de Walter Cancela, Presidente del Banco Central del Uruguay	
Palabras de David E. Yuravlivker, Representante del Banco Mundial en el Uruguay	
PANEL A: PERSPECTIVA EXTERNA - ASPECTOS TÉCNICOS .....	13
Moderador: Alberto Graña, Gerente de Política Monetaria y Operaciones del Banco Central del Uruguay	
Axel van Trotsenburg, Director del Banco Mundial para Argentina, Chile, Paraguay y Uruguay	
Andy Wolfe, Jefe de Misión a Uruguay 2003 - 2005 del Fondo Monetario Internacional	
Eduardo Fernández Arias, Asesor Económico Regional del Banco Interamericano de Desarrollo	
PANEL B: PERSPECTIVA EXTERNA - ASPECTOS POLÍTICOS .....	41
Moderador: Walter Cancela, Presidente del Banco Central del Uruguay	
John B. Taylor, Subsecretario para Asuntos Internacionales del Tesoro de los Estados Unidos de Norteamérica 2001 - 2005	
Murilo Portugal, Subdirector Gerente del Fondo Monetario Internacional	
Carta de Enrique V. Iglesias, Secretario General del Secretariado de Cooperación Iberoamericana, Presidente del Banco Interamericano de Desarrollo 1988 - 2005	
Comentario: Alberto Bensi3n, Ministro de Econom3a y Finanzas (Marzo 2000 - Junio 2002)	
“LECCIONES DE LA CRISIS FINANCIERA PARA EL DISEÑO DE LA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA” .....	59
Exposici3n a cargo de John B. Taylor, Subsecretario para Asuntos Internacionales del Tesoro de los Estados Unidos de Norteamérica 2001 - 2005	
PANEL C: PERSPECTIVA INTERNA - ASPECTOS TÉCNICOS .....	69
Moderador: Juan Pedro Cantera, Gerente de 3rea de Estudio y Regulaci3n de la Superintendencia de Instituciones de Intermediaci3n Financiera del Banco Central del Uruguay	
Julio de Brun, Presidente del Banco Central del Uruguay 2002 - 2005	
Javier de Haedo, Director de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto 1993 - 1995, Subsecretario de Econom3a y Finanzas 1991, Consultor Independiente	
Gabriel Oddone Paris, Analista	
PANEL D: PERSPECTIVA INTERNA - ASPECTOS POLÍTICOS .....	103
Moderador: Andr3s Masoller, Asesor del Ministerio de Econom3a y Finanzas	
Alejandro Atchugarry, Ministro de Econom3a y Finanzas 2002 - 2003	
Ignacio de Posadas, Ministro de Econom3a y Finanzas 1992 - 1995	
Julio Fornaro, Consejo Central de la Asociaci3n de Empleados Bancarios del Uruguay (AEBU)	
Comentarios: Alberto Bensi3n, Ministro de Econom3a y Finanzas (Marzo 2000 - Junio 2002), Eduardo Fern3ndez Far3as, Presidente de la Asociaci3n de Empleados Bancarios del Uruguay (1986 - 2005) y ahorrista an3nimo	
CLAUSURA .....	125
Danilo Astori, Ministro de Econom3a y Finanzas	
Fernando Lorenzo, Director de la Asesor3a Macroecon3mica del Ministerio de Econom3a y Finanzas	
Mario Bergara, Subsecretario de Econom3a y Finanzas	

## PRÓLOGO

La Conferencia "Uruguay - Qué Aprendimos de la Crisis Financiera de 2002" fue organizada conjuntamente por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) del Uruguay y el Banco Mundial. La idea original fue de Axel van Trotsenburg, en aquel momento Director del Banco Mundial para Argentina, Chile, Paraguay y Uruguay y ésta fue inmediatamente adoptada por Danilo Astori, Ministro de Economía y Finanzas del Uruguay, quien se involucró personalmente junto a su equipo, el Subsecretario Mario Bergara y el Director de la Asesoría Macroeconómica y Financiera Fernando Lorenzo, en el diseño del programa de la conferencia e hizo la clausura del evento.

La conferencia reunió a gran parte de los actores, uruguayos y extranjeros, que tuvieron un papel importante durante la crisis, tanto desde el punto de vista técnico como desde el político. En particular, tuvimos la fortuna de contar con la presencia del Profesor John Taylor, ex Subsecretario del Tesoro de los Estados Unidos, que tuvo un papel preponderante en la resolución de la crisis. Además de participar en un panel, el Profesor Taylor expuso durante el almuerzo sobre crisis financieras en general, presentación que también está incluida en este volumen.

Sin tratar de resumir la riqueza del material incluido en todas las presentaciones, creo que se pueden resaltar algunas lecciones que fueron compartidas por varios participantes. Para Uruguay, la crisis confirmó que, sin negar la importancia de los factores externos, es esencial reducir las vulnerabilidades internas para poder confrontar de mejor manera los choques provenientes del exterior. Eso implica mejorar políticas de estabilización fiscales, monetarias y cambiarias, así como también implementar reformas institucionales y estructurales.

En términos de políticas de estabilización, es crítico mantener una posición fiscal sólida, no sólo para poder implementar políticas anticíclicas y mantener ratios de deuda razonables, sino también porque inconsistencias en la política fiscal generan altibajos en el gasto público, lo que afecta la continuidad en la provisión de servicios públicos y los programas sociales. Es importante, asimismo, evitar un desalineamiento cambiario. En Uruguay surgió un consenso sobre la utilidad de una flotación sucia y el reconocimiento de que el tipo de cambio no se puede usar para lograr varios objetivos al mismo tiempo. Quedó claro que una alta dolarización del sistema financiero implica fuertes riesgos, y que como el estado tiene recursos limitados, no puede ni debe hacer salvatajes bancarios. Por lo tanto, es necesario promover y mantener la solidez y funcionamiento adecuados del sistema financiero, y crear un nuevo mecanismo de resolución bancaria. Como se ha visto más de una vez, una crisis financiera puede tener un impacto desastroso tanto sobre el ámbito productivo como el social.

Los objetivos institucionales y estructurales son más de mediano y largo plazo. En Uruguay, el consenso interno en torno a la estrategia nacional para confrontar la cri-

sis (diciendo no al *default*) fue un pilar fundamental. Credibilidad y estabilidad de las instituciones son las bases para lograr un crecimiento sostenido. En particular, en un país pequeño como el Uruguay, la apertura al comercio internacional es un componente esencial de una estrategia de desarrollo. Esto conlleva a mejorar la eficiencia y competitividad de la economía, y resulta en menor dependencia en mercados regionales, algo que magnificó el impacto de los choques externos en 2002.

La conferencia identificó lecciones también para los organismos multilaterales. En primer lugar, el apoyo financiero externo masivo fue otro pilar que permitió una salida ordenada de la crisis. Segundo, los organismos financieros internacionales podrían ayudar a los países a reducir vulnerabilidades por medio de préstamos en moneda doméstica y contratos con características de seguro (e.g., contra grandes variaciones en los precios del petróleo u otros *commodities*). Tercero, los organismos multilaterales tienen que ser más transparentes, flexibles, y adoptar marcos de acción previsibles en momentos de crisis, como el Marco de Acceso Excepcional (*Exceptional Access Framework* -EAF) del Fondo Monetario Internacional (FMI), creado en el 2003. Cuarto, los cláusula de acción colectiva (*collective action clauses* -CAC) fueron muy útiles en el canje de deuda que Uruguay realizó en el 2003, y hoy en día se usan comúnmente en emisiones soberanas.

Uruguay fue escenario de la última crisis de las tantas que ocurrieron en el período 1994-2002, empezando con México e incluyendo varios países en el oriente, Rusia, Brasil y Argentina. Las lecciones de la crisis en Uruguay se suman a las de los otros casos. Aprender de dichas lecciones puede ayudar a minimizar los costos de una futura crisis, y a reducir las probabilidades de contagio a otros países.

Finalizando, quisiera agradecer profundamente a todo el equipo de la oficina del Banco Mundial en Montevideo, que con mucha dedicación y arduo trabajo, convirtieron la idea en una realidad. Sylvia Albela, María Inés Ferrés, Valeria Bolla, Paula Cobas y Juan Pablo Puig hicieron logísticamente posible que la conferencia se concretara y lograra ampliamente todos sus objetivos. Desde el MEF, Mariella Maglia brindó su apoyo y colaboración siempre comprometida y dedicada a la que nos tiene acostumbrados. Finalmente, después de la conferencia, Sylvia Albela persiguió a los expositores para que revisaran sus presentaciones, recopiló los textos, y finalmente supervisó todos los aspectos de la publicación de este volumen, que así pudo ver la luz del día.

David E. Yuravlivker  
Montevideo, diciembre 2007.

# EXPOSICIÓN CENTRAL





## LECCIONES DE LA CRISIS FINANCIERA PARA EL DISEÑO DE LA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

---

**M**uchas gracias por haberme invitado a realizar esta presentación central durante el almuerzo. En mis comentarios de esta mañana durante el panel sobre políticas (“La Crisis Financiera Uruguaya del 2002 Cinco Años Después”) me referí a los detalles de la crisis uruguaya desde mi perspectiva como funcionario del Tesoro de los Estados Unidos en aquel entonces. Ahora, en esta presentación, quiero ubicar la crisis uruguaya dentro del contexto más amplio de las muchas otras crisis de mercados emergentes que tuvieron lugar en todo el mundo y comenzaron en los años noventa. En otras palabras, quisiera abordar la

JOHN B. TAYLOR



crisis uruguaya como parte de una crisis más amplia, más prolongada, una “mega” crisis. Me gustaría, además, sacar algunas lecciones de esta mega crisis que también abarcó a Uruguay en el año 2002.

### La Crisis de Ocho Años

La mega crisis a que he hecho referencia comenzó con la crisis financiera en México en 1994 y continuó hasta el 2002. Guillermo Calvo, un gran amigo y anterior colega en la Universidad de Columbia, dio una muy famosa conferencia acerca de este período 1994-2002 en la Universidad de Princeton hace dos años. Tal vez Guillermo sea el más destacado experto mundial en materia de crisis financieras. Hizo referencia a todas las crisis individuales de los países durante este período crítico de 1994-2002, empleando los siguientes términos contundentes: “Su frecuencia y distribución global las distingue de todo cuanto hemos visto hasta ahora, al menos desde la Segunda Guerra Mundial.”

Si miramos la siguiente tabla podremos entender claramente la magnitud de la presión sobre el sistema internacional durante este inusual período. La tabla enumera los países que experimentaron una crisis durante los ocho años que van desde 1994 a 2002. Pero más que ocho años de crisis, creo que sería más útil visualizar este período como el de una “crisis de ocho años”.

La lista comienza con México, a cuya crisis el entonces director del FMI llamó "la primera crisis del Siglo XXI". Empleó esta terminología debido a la naturaleza de la crisis en relación con las cuentas de capital. Fue una crisis de cuenta de capital en comparación con tantas otras crisis del pasado que fueron crisis de cuenta corriente. De hecho, el FMI fue creado precisamente para ayudar a los países a manejar sus crisis de cuenta corriente; el FMI ofrecería préstamos a los países para ayudarles a superar sus crisis de balanza de pagos en un mundo con tipo de cambio fijo. La crisis de México fue diferente.

A continuación de México, hubo muchas otras crisis similares, dentro de la variedad de cuenta de capital. Primero se dio el "efecto tequila" o el contagio de México que golpeó a la Argentina y otros países de América Latina. Por supuesto que el efecto tequila se hizo sentir también en Uruguay. El "efecto tequila", además, constituyó algo novedoso en este período. Poco después de la crisis mexicana, comenzó la asiática: Tailandia, Indonesia, Malasia, Corea y es obvio que hubo una conexión entre ellas, a lo que se hizo referencia como el "contagio asiático".

Y las crisis continuaron. Hubo una de gran magnitud en Rusia que provocó ondas

expansivas en todo el mundo. Brasil fue golpeado. Rumania fue golpeada. Ecuador fue golpeado y, por supuesto, el último paso de Argentina hacia la crisis fue inicialmente desencadenado por el contagio de Rusia. No he enumerado todos los países que parecían estar en crisis durante este período en particular. Cabe destacar que hubo también una crisis en Turquía; es difícil demostrar que estuviera vinculada a estas otras crisis pero fue grande y, por esta razón, debe incluirse en la lista.

La última en la lista es la crisis de Uruguay en el 2002, que siguió inmediatamente a la de Argentina. Es la última porque, de modo algo sorprendente, no ha habido ninguna otra crisis seria a nivel de mercados emergentes en los cinco años que han pasado desde entonces. Por ello, en esencia, la crisis de ocho años finalizó en el 2002 con Uruguay.

Ahora bien, independientemente de lo que sugiere la Tabla 1, sería tonto decir que las crisis de mercados emergentes son cosa del pasado, y por cierto yo no diría que ya no habrá más crisis en el futuro. Podría manifestarse una el año próximo, tal vez como comienzo de una crisis de diez años o de un año, no lo sé. No estoy pronosticando eso. Sin embargo, uno bien podría pensar en este período de 1994-

TABLA 1 ¿Ocho años de crisis o una crisis de ocho años?

■ México: 1994-95	Efecto Tequila
■ Argentina: 1995-96	
■ Tailandia: 1997-98	Contagio Crisis Asiática
■ Indonesia: 1997-98	
■ Malasia: 1997-98	
■ Corea: 1997-98	
■ Rusia: 1998	Contagio Rusia
■ Brasil: 1998-2002	
■ Rumania: 1998-99	
■ Ecuador: 1998-99	
■ Argentina: 1999-2001	
■ Turquía: 2000-2001	
■ Uruguay: 2002	
■ Ninguna Crisis Grave ni Contagio: 2002 - al presente	

2002 como “La Crisis de Ocho Años.” No parecería ser el nombre más imaginativo. Espero que a alguien se le ocurra uno mejor para este período porque me parece que ha sido único por su gravedad, sus orígenes en cuentas de capital y su contagio. También fue inusual en el sentido de que terminó tan abruptamente. El mundo hizo una rápida transición de un período proclive a la crisis a otro de absoluta ausencia de crisis en los mercados emergentes. También se transitó de un período de contagio a otro de poco contagio.

### Un Menor Efecto Contagio

Se puede vislumbrar el cambio radical en cuanto al efecto contagio si comparamos el contagio mundial que siguió a la crisis rusa con el que siguió a la crisis argentina. La Figura 1 muestra el contagio que siguió a la crisis rusa. Ilustra el *spread* relativo al EMBI para América Latina luego de la crisis en Rusia en 1998. Se puede ver que el *spread* del EMBI de América Latina sube unos 1.000 puntos básicos en el momento del incumplimiento de obligaciones (*default*) de Rusia. Eso es a lo que nos referimos por “contagio”. No existe una especie de conexión directa entre las economías rusa y latinoamericana pero aún así se dio este sorprendente contagio.

La Figura 2 muestra lo que ocurrió luego de la crisis en Argentina. La línea vertical marca la fecha del *default* en Argentina. En este caso estoy mostrando los efectos inversos: la evidencia de contagio desde Argentina hacia la Europa emergente. Pueden ver que en este caso no hay contagio. Puede observarse el mismo cambio dramático del efecto contagio en muchas otras comparaciones de otras partes del mundo. La Figura 3 muestra lo que ocurrió a Asia luego del incumplimiento de obligaciones (*default*) ruso en 1998: un efecto muy contagioso. La Figura 4 mues-

tra lo que ocurrió a Asia luego de la crisis argentina de diciembre del 2001: no hubo contagio. La Figura 5 muestra el efecto en África (principalmente Sudáfrica y los países del Norte de África) luego del *default* ruso: nuevamente un caso de máximo contagio. Contrariamente, en la Figura 6 no se ve efecto contagio alguno. Así que independientemente de cómo lo miremos, sí hubo un cambio drástico en cuanto al contagio.

Ahora, para que no nos entusiasmemos con la idea de que una crisis en un país no puede afectar otros países, quiero mostrarles la Figura 7. Aquí aparece el índice de crecimiento del PBI real en Argentina y Uruguay, yendo atrás hacia el período justo antes de la crisis financiera rusa. La primera observación es de 1997. En ambos países se puede apreciar crecimiento desde el comienzo. Luego pueden apreciar los efectos de la crisis financiera rusa de 1998 sobre Argentina y Uruguay. La crisis en Argentina hace que el crecimiento caiga a un 11 por ciento negativo, tanto en Argentina como en Uruguay. Por lo tanto, existe una estrecha vinculación en el gráfico entre Argentina y Uruguay. El coeficiente de correlación del índice de crecimiento es 0.92. Claramente, las economías uruguaya y argentina se mantienen estrechamente vinculadas. El menor efecto contagio a que me refiero es entre países y regiones que tienen poca o ninguna conexión económica fundamental-como es el caso de Rusia y Argentina.

### El Problema de la Previsibilidad y el FMI

¿Por qué razones hubo menor contagio? En mi opinión, el principal problema durante la crisis de ocho años radicó en el comportamiento del sector oficial y, en particular, el FMI. Le llamo a esto el problema de la “imprevisibilidad”. Lo imprevisible era prin-

principalmente la respuesta del sector oficial. Existía incertidumbre con respecto a lo que las instituciones internacionales podrían hacer en el caso de una crisis. ¿Ofrecerían acceso excepcional al FMI o no? ¿Qué harían los accionistas del FMI, incluyendo a los Estados Unidos, en una situación de crisis? Esta mañana, durante el panel sobre políticas, mencioné la incertidumbre prevaleciente en las decisiones del FMI durante el período julio-agosto en Uruguay. Al final, la resolución funcionó bien gracias al buen trabajo de los economistas aquí en Uruguay y de los políticos y otros funcionarios que trabajaron juntos con los Estados Unidos. Pero sí hubo mucha incertidumbre con respecto al FMI. El proceso que se estaba siguiendo a nivel del FMI y en otras partes para tomar estas decisiones no era ni muy claro ni transparente.

Algo igualmente imprevisible ocurrió en el momento de la crisis rusa y la forma en que fue manejada. En julio de 1998, el FMI, trabajando con los Estados Unidos y otros países, comenzó un nuevo programa de apoyo mediante préstamos para Rusia. Un mes después, se tomó la decisión de interrumpir ese programa; el cambio en materia de política se produjo en un muy breve período de tiempo. Ciertamente, ese fue un tipo de cambio súbito en materia de políticas y, además, fue imprevisible. ¿Qué pudo haber causado tal cambio en las políticas en apenas un mes o seis semanas? Tengo la impresión de que la imprevisibilidad tuvo mucho que ver con el contagio puesto que fue una sorpresa para el mercado. Hubo que hacer ajustes en las carteras en formas que eran imposibles de anticipar. Contrariamente a esto, en el caso argentino, al producirse la crisis, cuando entraron en *default*, todo estuvo tan bien anticipado en el mercado que no hubo elemento sorpresa. Y por ello no hubo contagio.

También hubo algo de imprevisible en la crisis asiática. Los países asiáticos se quejan de que el sector oficial estaba dispuesto a hacer grandes préstamos a algunos de ellos pero no a otros. Hasta hoy, muchos de los países asiáticos están molestos con esta respuesta tan poco previsible. México, que fue el primero en el período de la crisis de ocho años, obtuvo un paquete de apoyo considerable. La pregunta entonces fue "qué pasaría la próxima vez" y eso era algo difícil de pronosticar. La respuesta en materia de política para la crisis mexicana, provocó un agitado debate en los Estados Unidos. El Congreso de los Estados Unidos estaba muy molesto con respecto al uso de fondos para esa crisis. El debate agregó mucha incertidumbre acerca de las futuras respuestas del FMI que, en mi opinión, se sumaban a lo imprevisible.

¿Por qué era tan incierto? Esta mañana mencioné que las decisiones acerca de Uruguay en el FMI pueden haber sido influidas por las críticas que se le hicieron acerca de su decisión con respecto a Argentina, de apenas unos meses antes. Las decisiones relativas a los préstamos de apoyo del FMI para Rusia pueden haberse visto afectadas por las percepciones cambiantes relativas al grado en el cual Rusia representaba una amenaza en el aspecto nuclear; puede que haya tenido poco que ver con temas financieros. Así, los temas políticos complican e interfieren en las decisiones financieras y agregan incertidumbre. Además, las personalidades importan y mucho: ¿Cuál es la estructura de poder? ¿Quién tendrá más efecto sobre la decisión, el Secretario del Tesoro o el Secretario de Estado? En mi opinión, esta imprevisibilidad le agregó riesgo, mantuvo los márgenes diferenciales de las tasas de interés muy altos, y de hecho hizo que el sistema se volviera más vulnerable a la crisis.

## El Camino a la Reforma: Nuevas Cláusulas para los Bonos y el Marco de Acceso Excepcional

La buena noticia es que el proceso ha sido reformado para corregir el problema de lo imprevisible. La reforma es análoga a la reforma más conocida en materia de políticas de los bancos centrales. Hace varios años-durante la época de alta inflación y gran volatilidad-la política monetaria era muy discrecional e imprevisible en muchos países. Se hacía poco hincapié en reglas o formas sistemáticas para cambiar las tasas de interés o de crecimiento monetario. Hubo poca transparencia. Pero todo eso ha cambiado a nivel de la banca central y el cambio ha sido para mejor. El hecho de que muchos países hayan logrado menor inflación y buen desempeño económico en general se debe a esa mejora en la política monetaria interna. En muchos casos, esto se debió a la flexibilidad de las tasas de cambio.

Entonces, la pregunta pasó a ser la siguiente: Una reforma similar aplicada al FMI como institución financiera internacional, ¿aumentaría la previsibilidad? Esta reforma sería mucho más difícil que la de política monetaria interna, ya que involucra a muchos países y porque las crisis financieras muy frecuentemente son, en sí mismas, imprevisibles. Resulta difícil especificar buenas reglas o lineamientos generales.

Más aún, aquí hay una cuestión de inconsistencia temporal y eso constituye un problema más difícil que el que plantea la política monetaria. Podría ser más fácil anunciar que "ofreceremos apoyo en préstamos pero no por encima de ciertos límites en particular, por ejemplo alguna porción del PBI." Pero no sería fácil adherir a los lineamientos en caso de una verdadera crisis mundial. Una cosa que sí aprendimos de la crisis uruguaya y fue que en esta ocasión el problema de la inconsistencia

puede tornarse menos agudo si el país cuenta con el recurso de buscarle solución a su problema de la deuda con sus acreedores y de manera ordenada. Es así que la reforma que pudo abordar una inconsistencia temporal, simplemente reformó el proceso de renegociación de la deuda.

Hubo dos enfoques alternativos para la reforma, uno llamado "mecanismo de reestructura de la deuda soberana", que es algo así como un tribunal internacional de concordato o bancarrota. El otro enfoque fue más descentralizado e involucró la incorporación de cláusulas de acción colectiva (CACs) a los bonos. De cualquiera de las dos maneras resultaba posible alcanzar una solución razonable con los acreedores. Finalmente, se empleó la reforma de las CACs. Para el año 2003, apenas un año después de la crisis uruguaya, México había emitido deuda con CACs en Nueva York y eso se convirtió en un modelo a seguir en Brasil, Chile, Panamá, Colombia, Costa Rica, Venezuela, Turquía, Belice, Guatemala, Corea, Italia, Perú, Polonia, Sudáfrica, a los que se unió Uruguay.

Es así que, con el avance logrado mediante las cláusulas, existe una alternativa para los *defaults* de efecto negativo y devastador y, como resultado, el FMI ha establecido algunos lineamientos previsibles en materia de préstamos. Estos lineamientos son los llamados Marcos de Acceso Excepcional (EAF en inglés). No son perfectos pero creo que son lo suficientemente buenos. La idea básica es que los países deben satisfacer algunos criterios para poder obtener préstamos de gran escala, como fue el caso de Uruguay en 2002. Es muy parecido a describir la situación según la cual a Uruguay se le podría haber otorgado o no el préstamo del FMI en agosto del 2002. La principal ventaja es que podría haber sido más previsible.

## Conclusión: Los Resultados

¿Qué ha sucedido entonces? Una cosa es cierta, los límites del acceso excepcional se han mantenido. Por supuesto que no ha habido crisis desde el 2002 como para ponerlos a prueba pero el FMI está trabajando diferentes escenarios para realizar pruebas de presión y ver cómo podría usarse el marco de acceso excepcional. El FMI ha hecho revisiones del marco de acceso excepcional en abril de 2004 y mayo de 2005 y sigue constituyendo un pilar clave en la política de acceso del Fondo. Al realizarse las revisiones, los Directores dijeron que el marco “le agregaba claridad y previsibilidad” a la respuesta del FMI en una crisis de cuenta de capital; también sintieron que los criterios de acceso excepcional seguían siendo apropiados y

dada la experiencia limitada, ningún cambio era necesario.

Por último, ha habido una caída notoria en los *spreads* de riesgo, tal como lo ilustra la Figura 8. Opino que esto no es mera coincidencia. El hecho de que la respuesta de las instituciones financieras internacionales (en particular, la del FMI) sea más previsible, ha llevado a reducir el riesgo. La claridad de la respuesta también ha otorgado incentivos a los países para seguir acciones tendientes a reducir las probabilidades de crisis, por ejemplo, acumulando reservas y siguiendo mejores políticas monetarias, fiscales y cambiarias. De allí que tal vez no sea sorprendente que la Crisis de Ocho Años haya terminado en forma tan abrupta.

Figura 1: América Latina 1998-99



Figura 2: Europa Emergente 2001-02

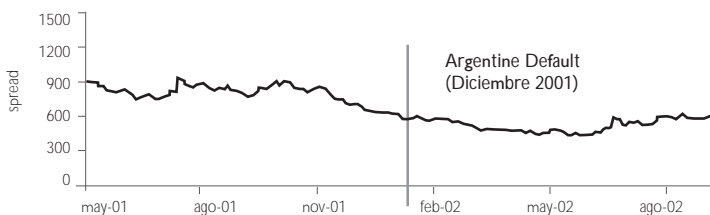


Figura 3: Asia 1998-99



Figura 4: Asia 2001-02

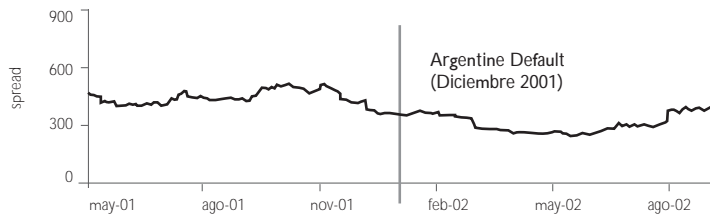


Figura 5: África 1998-99



Figura 6: África 2001-02

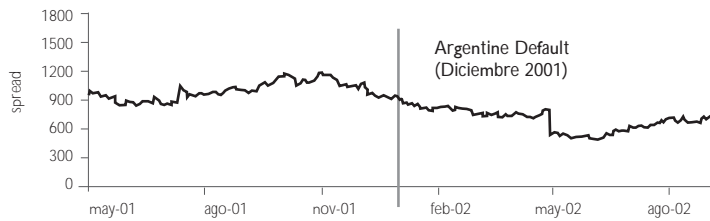


Figura 7: Crecimiento del PBI Real

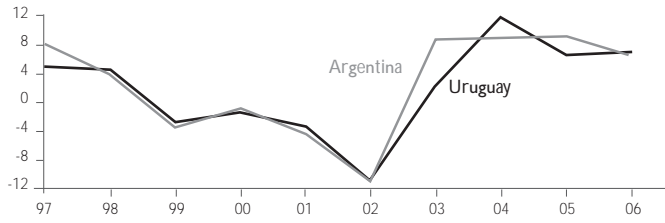


Figura 8: Spread del EMBI+ por región

