

# 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.

# PANEL B

## PERSPECTIVA EXTERNA

### ASPECTOS POLÍTICOS

¿QUÉ APRENDIMOS DE LA  
CRISIS FINANCIERA DE 2002?

Montevideo, 29 de mayo de 2007





JOHN B. TAYLOR



## La CRISIS FINANCIERA URUGUAYA DEL 2002: CINCO AÑOS DESPUÉS'

Agradezco la invitación que me han hecho para venir hoy a Montevideo. Es un placer estar aquí para participar en la conmemoración de los cinco años de la resolución de la crisis financiera del año 2002 y de la extraordinaria recuperación que se viene experimentando desde entonces. De hecho, la resolución de esta crisis constituye un logro que todos deberían estar deseosos de celebrar; pone de relieve una colaboración internacional que ha llevado a lograr efectos económicos y políticos favorables en Uruguay así como en el resto del mundo.

### ¿Cuál era el panorama hace cinco años?

Nunca olvidaré mi visita a este país a comienzos de agosto del 2002. El PBI real se desplomaba--llegando finalmente a caer ese año en un 12%. Las empresas cerraban, los trabajadores quedaban cesantes y el desempleo iba en aumento. El peso se había depreciado tremendamente lo que acrecentó la deuda en dólares mucho más allá de niveles que podían considerarse seguros. Los spread de riesgo superaron el 20%. La gente comenzó a perder confianza en el sistema bancario y una corrida acababa de forzar al gobierno a declarar un feriado bancario lo que llevó a muchas personas a la calle ocasionando manifestaciones de descontento. El *Financial Times* informó que Uruguay "para poder sobrevivir necesitará de un milagro similar al que le llevó a su victoria en la Copa del Mundo en 1950" y apostaba una probabilidad en 100 de que lo lograra.<sup>2</sup> Los orígenes de la crisis podían rastrearse hasta una crisis financiera global, mucho más grande, que ya llevaba ocho años y que, en su última etapa, se había esparcido desde Rusia a Argentina y luego a Uruguay.

Qué diferentes son las cosas ahora. Como lo expresara recientemente el FMI<sup>3</sup> "la recuperación de Uruguay de la crisis finan-

1. Versión escrita de los comentarios realizados durante la "Conferencia sobre la Crisis Financiera del Uruguay en el año 2002 y sus Repercusiones", Montevideo, Uruguay, 29 de mayo de 2007.

2. Mark Mulligan, "Struggling Uruguay Finds Back Against the Wall" *Financial Times*, 29 de julio de 2002.

3. Fondo Monetario Internacional, "Uruguay--Fifth and Sixth Reviews under the Sandby Arrangement," 7 de diciembre de 2006, p. 3

ciera del 2002 ha superado todas las expectativas." Sí, Uruguay logró finalmente esa única probabilidad en 100.

Mi visita a Montevideo en el 2002 fue la continuación de una serie de reuniones maratónicas en mi oficina del Tesoro de los Estados Unidos a fines de julio, cuando me desempeñaba como Sub-Secretario. Los expertos financieros uruguayos y estadounidenses trabajaron febrilmente juntos para encontrar un plan que pusiera fin a esa crisis. Todavía me acuerdo de las caras preocupadas de mis amigos uruguayos, Isaac Alfie--el entonces asesor macro-económico del Ministerio de Finanzas-- y Carlos Steneri, el entonces asesor financiero en la Embajada uruguaya en Washington, sentados al otro lado de la mesa de caoba en mi oficina, rodeados de tablas y gráficos. Alfie luego describió<sup>4</sup> la escena de esta manera: "una temperatura de 105 grados... la humedad, verdaderamente insoportable." Me recordó que yo mismo tenía un "tremendo estado gripal", y gentilmente agregó que "a pesar de todo eso, usted y su equipo se pasaron todo el sábado y domingo con nosotros, en busca de soluciones. Luego el lunes y martes usted siguió reuniéndose con nosotros, levantándose antes del amanecer para mantener conferencias telefónicas. Nos reunimos con su equipo a las 6 de la mañana, a las 8 de la mañana, a las 10 y luego a la 1 de la mañana del día siguiente." Nos dijo que si Uruguay incumplía con su deuda "eso significaría retroceder a la edad de piedra..."y eso era lo que verdaderamente sentíamos todos.

### **Buscando y encontrando una solución**

Así que durante todo el fin de semana del 27 y 28 de julio nos reunimos con los expertos financieros uruguayos en mi ofi-

cina del Tesoro. Ustedes se preguntarán por qué en mi oficina y no en las del FMI. Bien, la razón es que los funcionarios del FMI le habían dicho a los uruguayos que el FMI no podría ayudarles salvo que Uruguay aceptara el incumplimiento de su deuda y convirtiera sus depósitos bancarios en bonos. Los uruguayos no creían que esta medida fuera necesaria. De hecho, pensaban que tales acciones distorsionarían los sistemas de pago y afectarían gravemente la reputación de Uruguay, cosa tan importante para un centro financiero. Por lo tanto, acudieron al Tesoro de los Estados Unidos en procura de ayuda. Estuvimos de acuerdo en trabajar con ellos para encontrar una solución. Contábamos con el total apoyo y decidido entusiasmo de la Casa Blanca. Tal como me lo ha demostrado muchas veces mi experiencia, las buenas relaciones entre los Presidentes de dos países determinaron que se diera una buena relación de cooperación entre los expertos.

¿Cuál fue la solución sobre la que trabajamos aquel fin de semana? La necesidad inmediata era detener una posible corrida bancaria y evitar el colapso del sistema de pagos, que complicaría los daños ya causados a la economía uruguaya por la situación argentina. A diferencia del FMI, nosotros pensábamos que el canje de deuda para re-perfilar la deuda uruguaya podría manejarse mejor más adelante, una vez que la economía se hubiera estabilizado. Diagnosticamos que una corrida bancaria podría deberse a que los depositantes fueran percibiendo que las reservas de divisa del Banco Central totalizaban menos que la cantidad de depósitos en dólares dentro del sistema. De allí que la gente se apresurara a retirar su dinero de los bancos antes que estos se quedaran sin dólares. En nuestras conversaciones con los uru-

4. Isaac Alfie, Comentarios en la Embajada de Uruguay, Washington D.C., Diciembre de 2004.

guayos durante ese fin de semana, concluimos en que la única manera de convencer a la gente para que mantuviera su dinero en los bancos era respaldar en un 100% todos los depósitos en dólares. Respaldo todos los depósitos en el sistema no era posible ya que para ello, Uruguay tendría que haber pedido prestada una cantidad enorme. Revisando línea por línea todas las diferentes categorías de depósitos del sistema bancario, trabajamos con el equipo uruguayo para desarrollar un plan que permitiera respaldar totalmente los depósitos en cuenta corriente y cuentas de ahorro a la vez que elaborábamos una reprogramación para los depósitos a plazo fijo. Este cálculo tan preciso, línea por línea, me hacía pensar en una operación quirúrgica, término que muchas veces utilicé para describir el plan.

### **Instrumentación de la solución**

Para financiar el plan de respaldo de depósitos debimos recurrir al FMI y defender la posición de que este plan sí funcionaría. Estimábamos que se necesitarían unos 1.500 millones de dólares. Si el FMI acordaba el préstamo de 500 millones, la cantidad restante esperábamos pudiera ser prestada por el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Defendimos la idea de que este plan era muy superior a la idea original del FMI y finalmente persuadimos a la gerencia y autoridades del FMI. Francamente, implicó mucho presionar, pero el caso se debatió profesionalmente. Una vez que tuvimos el convencimiento del FMI, llamé a Enrique Iglesias y a Jim Wolfenshon, entonces presidentes del Banco Interamericano de Desarrollo y Banco Mundial, respectivamente. Ambos expresaron su inmediato acuerdo de proporcionar el apoyo restante.

A continuación de la decisión asumida por la gerencia del FMI, el G7 y por último la

Junta de Gobernadores del FMI se definieron a favor. Para que los bancos pudieran abrir lo antes posible, decidimos que el Tesoro de los Estados Unidos otorgaría un préstamo a corto plazo por 1.500 millones de dólares que saldría del Fondo de Estabilización Cambiaria (el Exchange Stabilization Fund) al gobierno de Uruguay. Este sería un préstamo puente hasta la liberación de fondos por parte del FMI, Banco Mundial y el BID, trámite que insuadiría algunos días para su autorización oficial. Esta fue la primera vez que la administración Bush hizo uso del Fondo de Estabilización Cambiaria, y hasta hoy parece que ha sido la última también.

Y, como se suele decir, el resto es historia. El paquete de rescate bancario y el préstamo puente constituyeron un éxito enorme y, sí, todo pareció un milagro--el más desvalido en las peores condiciones había resistido todas las probabilidades en su contra y las había superado. El rápido otorgamiento de apoyo financiero reafirmó la confianza y permitió a Uruguay la reapertura de los bancos sin que se reanudara una corrida bancaria. El préstamo puente del Tesoro de los Estados Unidos se devolvió en sólo cuatro días. Con el tiempo, también se devolvió el préstamo al FMI. Uruguay cumplió cabalmente con sus compromisos en cuanto a mantener una política sólida en materia monetaria y fiscal. La economía comenzó a crecer nuevamente en el 2003 y para el 2004 experimentaba un crecimiento del 11%. El gobierno instrumentó superávits primarios tal como se preveía en el plan.

Con la finalización de la crisis, el gobierno de Uruguay trabajó en cooperación con sus acreedores para ejecutar un canje de deuda voluntario en mayo del 2003. El canje fue todo un éxito. Los pagos se extendieron en el tiempo, sin que sufrieran un cambio en el actual valor neto, algo

bien diferente al canje agresivo que el FMI había recomendado.<sup>5</sup>

### ¿Por qué?

En el transcurso de los años muchos me han preguntado por qué el gobierno de los Estados Unidos y el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, en particular, se involucraron tanto en esta crisis. "¿Por qué ayudaron a Uruguay?" nos preguntaban. "Era tan arriesgado. Con el FMI tan en contra de esta política, si hubieran fracasado toda la culpa hubiera recaído en ustedes, porque ustedes presionaron al FMI y defendieron el caso ante el G7."

Primero, si bien acepto que el plan tenía sus riesgos, sentía la confianza de que sí funcionaría. Como dije antes, cada paso se trabajó con precisión quirúrgica. Respaldo al 100% de los depósitos en cuenta corriente y cajas de ahorro era lo clave. El préstamo puente por 1.500 millones de dólares del fondo de estabilización cambiaria, le dio publicidad al tema y generó confianza. En otras palabras, los aspectos económicos que sustentaban el plan eran sólidos.

Segundo, resultaba coherente con nuestra nueva política tratar al "contagio"--ayudar a los países que estaban siguiendo buenas políticas y que no eran la causa de la crisis. Bien, si alguna vez se dio el caso de un país que estuviera implementando buenas políticas y se viera directamente impactado por una crisis de otro país, ese país fue Uruguay. Estábamos "ayudando a que los uruguayos se ayudaran a sí mismos," que resulta ser el título de la sección de mi libro sobre la crisis.<sup>6</sup>

Tercero, y tal vez lo más importante, sentimos que Estados Unidos tenía el derecho

de involucrarse y ayudar a los amigos en situación de necesidad. Queríamos ayudar. Así fue como lo sintió el Presidente de los Estados Unidos y cada uno de los demás miembros de su Administración.

### Lecciones aprendidas

Una de las lecciones más valiosas de esta experiencia es que los países pueden y deberían tomar acciones para prevenir las crisis: evitando los descalces monetarios, manteniendo la deuda baja, acumulando reservas en tiempos buenos. Creo que muchos países, incluyendo al Uruguay, han aprendido tales lecciones. Pero los organizadores de esta conferencia me han pedido que fuera más allá de las lecciones aprendidas por los países a nivel individual y que señalara más ampliamente las implicancias que esto tuvo a nivel del sistema financiero internacional.

### Previsibilidad y el Marco de Acceso Excepcional

La más importante lección internacional aprendida luego de la crisis, en mi opinión, fue la necesidad de que el FMI cambiara la forma en que responde a las crisis financieras--lo más importante es ser más deliberativo y "previsible" acerca de cuándo se excederían los límites normales y así ofrecer asistencia en gran escala. La negativa inicial de proveer fondos adicionales al Uruguay, alentar un incumplimiento masivo y efectivamente interrumpir el sistema de pagos no constituyeron una buena política, a mi modo de verlo en aquel momento y ciertamente que en retrospectiva. Tal vez el FMI no se dio cuenta de que el sistema de pagos podía seguir operando y respaldando los depósitos de cuenta corriente y ahorros a la vez que se re-programaban

5. Steneri, Carlos (2003) "Voluntary Debt Reprofitting: The Case of Uruguay", documento preparado para la UNCTAD, noviembre.

6. Global Financial Warriors: The Untold Story of International Finance in the Post-9/11 World, W.W. Norton, 2007.

los depósitos a plazo fijo en los bancos. Quizás el análisis de sostenibilidad de la deuda del FMI no distinguió en forma adecuada entre liquidez y solvencia, reflejando simplemente que la relación deuda-PBI era elevada. Tal vez la resistencia provino de la crítica con respecto a que el FMI había estado apoyando a la Argentina por demasiado tiempo. Y sin embargo, otra posibilidad podría haber sido el hecho de que el equipo del FMI estaba probando lo que indicaba el nuevo mecanismo centralizado de reestructuración de deuda soberana (SDRM). De hecho, el FMI sí trató de promocionar el SDRM en el caso de Uruguay.

En mi opinión, lo poco previsible del caso de Uruguay también fue evidente en algunos episodios anteriores durante las crisis de los años noventa. El caso más significativo fue el de Rusia, donde el FMI aumentó su apoyo en julio de 1998 y luego, un mes después, en agosto de 1998, indicó que retiraría su apoyo. Desde mi óptica personal, esta sorpresa fue una de las razones que llevaron en ese momento al contagio a nivel mundial. Existió también una falta de previsibilidad en las respuestas del FMI a otras crisis. Los países asiáticos aún sienten que el FMI no respondió a sus crisis en la forma como lo hiciera en el caso de México.

Esta apreciación no pretende ser crítica con respecto a algunas personas en particular dentro de los funcionarios o directivos del FMI, ya sea en el caso de Uruguay o en lo relativo a los demás ejemplos. De hecho, la falta de previsibilidad fue debida a la inexistencia de un marco claro acerca de cómo debía operar el FMI en tales situaciones; reflejaba bastante desacuerdo entre los accionistas acerca de cómo debería funcionar el FMI.

Afortunadamente, a partir de la crisis de Uruguay, los accionistas del FMI se han puesto de acuerdo en este tema; solicita-

ron que el FMI introdujera tal marco para sus operaciones y así se ha hecho. La reforma apunta a mejorar las operaciones del FMI en el caso de préstamos excepcionales de gran cuantía en situaciones de crisis tales como la de Uruguay. Con el nombre de *Marco de Acceso Excepcional* (EAF-Exceptional Access Framework), este marco entró en vigencia en el FMI a principios del 2003, a continuación de la crisis en el Uruguay. El EAF representa un cambio significativo en la política del FMI y reflejó también un cambio en la posición adoptada por los países del G7 y, en particular, por Estados Unidos. En un plan de acción de abril del 2002, el G7 dijo "estamos preparados a limitar los préstamos al sector oficial a niveles de acceso normal, excepto cuando las circunstancias justifiquen una excepción. La limitación de los préstamos al sector oficial y el desarrollo de préstamos para el sector privado constituyen partes esenciales de nuestro Plan de Acción." El EAF definió exactamente cuáles serían las excepciones. Presenta una lista con una serie de principios o reglas que determinan si se otorgará el apoyo del FMI. Su meta, nuevamente citando las palabras del G7, fue la de "aumentar la previsibilidad y reducir la incertidumbre con respecto a las acciones en materia de políticas públicas en los mercados emergentes."

### **Reestructuras más previsibles de la deuda soberana**

Una segunda lección aprendida de la crisis de Uruguay fue la necesidad de un marco para que los países pudieran comprometerse con sus acreedores del sector privado si y cuando la deuda soberana tuviera que ser reestructurada. Recuerden que la falta de tal marco fue la razón por la cual el FMI sugirió que en el caso de Uruguay se usara un nuevo marco, sus SDRM. No resultaba claro ni para las autoridades uru-

guayas ni para el FMI cuál era la mejor manera de proceder pero sí resultaba claro que Uruguay no quería usar un procedimiento centralizado como el que estaba sugiriendo el FMI. En cambio, Uruguay utilizó un mecanismo voluntario y en última instancia agregó nuevas cláusulas de acción colectiva (CACs) en sus bonos. Aquí creo que las lecciones derivadas de la crisis uruguaya reafirmaron la idea de que las cláusulas de acción colectiva constituían una buena forma de reestructurar la deuda. (De hecho, durante las negociaciones con Uruguay, el gobierno constató que las cláusulas de acción colectiva estaban presentes en los bonos emitidos en Japón y utilizó las cláusulas exitosamente en el caso del canje voluntario).

Como en el caso del Marco de Acceso Excepcional, esta segunda lección aprendida de la crisis financiera de Uruguay ya ha afectado al sistema financiero internacional. De hecho, en febrero del 2003, México emitió bonos en Nueva York con cláusulas de acción colectiva. Muchos otros países han imitado esta acción, incluyendo a Uruguay en su reestructura de mayo del 2003. Estas cláusulas representan un gran avance en el proceso de re-programación de deuda, como nos revela la experiencia de Uruguay. De hecho, siguen las pautas del EAF: una de las razones por las cuales los accionistas, la gerencia y altos funcionarios del FMI aceptaron el EAF fue que existía un procedimiento (las CACs) que los países podían usar para reestructurar sus deudas sin necesidad de pedir préstamos de gran envergadura al FMI.

### **Responsabilidad a nivel de las Instituciones Financieras Internacionales**

La última lección para el sistema financiero internacional se aplica no sólo al FMI sino también al Banco Mundial y los otros ban-

cos de desarrollo, y se refiere a la necesidad de mayor responsabilidad en la rendición de cuentas y transparencia. Una de las razones por las cuales esta conferencia es tan útil es porque permite a aquellos que participaron en la crisis comparar sus notas. Lo que más sorprende es enterarse de todo lo que ocurrió en ese momento y que cada uno de nosotros, los que participamos en la crisis, no supimos entonces. Muchos años después nos enteramos que se mantuvieron otras reuniones o que se escribieron cartas confidenciales.

Es bueno que ahora sepamos estas cosas y que el Banco Mundial, el FMI, y muchos otros estén participando. Con más responsabilidad y transparencia, creo que se pueden evitar muchas otras crisis. Por cierto, el hecho de que no hayamos presenciado ninguna otra crisis financiera de envergadura en el mundo entero desde la crisis de Uruguay en el año 2002, sugiere que todos hemos aprendido algo.

