

**COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE  
ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN**

---

**LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL:  
UNA VISIÓN DESDE LA CEPAL**

**THE INTERNATIONAL FINANCIAL CRISIS:  
AN ECLAC PERSPECTIVE**



NACIONES UNIDAS  
UNITED NATIONS

**CEPAL**

**COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE  
ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN**

**LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL:  
UNA VISIÓN DESDE LA CEPAL**

**THE INTERNATIONAL FINANCIAL CRISIS:  
AN ECLAC PERSPECTIVE**



**NACIONES UNIDAS  
UNITED NATIONS**

**CEPAL**

LC/G.2040  
Octubre / October 1998

Preparado por la Oficina del Secretario Ejecutivo.  
Prepared by the Office of the Executive Secretary.

## ÍNDICE/CONTENTS

Página/Page

|  |    |
|--|----|
| • Declaración de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la crisis financiera internacional . . . . .          | 7  |
| • <i>Communique of the Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC) on the international financial crisis . . . . .</i> | 15 |
| • Previsión y manejo de las crisis financieras . . .   | 23 |
| Resumen . . . . .  | 25 |
| 1. La volatilidad del actual sistema financiero internacional . . . . .  | 27 |
| 2. Decisiones oportunas que beneficien a todos . . .   | 30 |
| 3. Una propuesta de desarrollo financiero con estabilidad sostenible . . . . .   | 32 |
| • <i>Preventing and handling financial crises . . . . .</i>  | 39 |
| <i>Abstract . . . . .</i>  | 41 |
| 1. <i>The volatility of the present international financial system . . . . .</i>   | 43 |
| 2. <i>Timely decision to benefit all concerned . . . . .</i>   | 45 |
| 3. <i>A proposal for stable and sustainable financial development . . . . .</i>  | 47 |



**DECLARACIÓN DE LA  
COMISIÓN ECONÓMICA PARA  
AMÉRICA LATINA Y EL  
CARIBE (CEPAL) SOBRE  
LA CRISIS FINANCIERA  
INTERNACIONAL**

**15 de septiembre de 1998**

**1** La crisis financiera internacional, que se inició en países asiáticos de rápido desarrollo hace un año y medio, ha generado una inestabilidad en los mercados de divisas y capitales que tiene pocos antecedentes en la historia económica mundial. A partir de la moratoria rusa, ha adquirido dimensiones extremadamente preocupantes, que han afectado a las bolsas de valores de los países industrializados y de las economías emergentes, y planteado una severa amenaza de recesión y deflación global. De materializarse esta amenaza, pondría en peligro muchos de los logros de las últimas décadas, muy especialmente los avances en la apertura del comercio mundial y en la liberalización de las economías en vías de desarrollo y en transición.

**2** La inestabilidad financiera internacional se ha reflejado en presiones especulativas fuertes en América Latina en cuatro ocasiones en el último año: octubre de 1997, y enero-febrero, mayo-junio y agosto-septiembre de 1998. Estas fases especulativas han afectado con rigor variable a los distintos países de la región. La más reciente ha tenido efectos generalizados y severos sobre los mercados de divisas y de valores. Esta situación no concuerda con la solidez de las variables económicas fundamentales de los países de la región. Además, a la estabilidad macroeconómica, el

fortalecimiento de los sistemas financieros nacionales y la transición a economías más abiertas que ha tenido lugar en los últimos años se ha agregado, durante la crisis actual, una respuesta rápida y eficaz de las autoridades económicas, como quizás nunca antes en una coyuntura similar. Sin embargo, las medidas que ha sido necesario adoptar son mucho más severas de lo que se podría justificar desde el punto de vista de cada economía, dado que responden fundamentalmente a fenómenos especulativos de origen externo. El contagio financiero tendrá, por lo tanto, costos importantes para los países latinoamericanos, que no se justifican desde el punto de vista interno, por lo que son económica y socialmente ineficientes.

**3** Más allá de la situación macroeconómica de cualquier país asiático o latinoamericano que haya sido afectado por esta inestabilidad, ella refleja, ante todo, un problema fundamental de la economía global: **la enorme asimetría que existe entre un mundo financiero internacional cada vez más sofisticado y dinámico, y la ausencia de un marco institucional apropiado para regularlo.** Las graves imperfecciones de los mercados financieros y la rápida expansión de fondos de carácter especulativo, que explican su volatilidad, exigen el desarrollo de regulaciones prudenciales y esquemas de supervisión adecuados, así como de “prestamistas de última instancia”. Estas lecciones, aprendidas en crisis pasadas por las naciones industrializadas y por nuestros propios países, han dado lugar a la creación de instituciones nacionales que cumplen estos papeles, aunque de manera no siempre eficaz y con vacíos importantes en la regulación y supervisión de las actividades de algunos agentes del mercado. Por el contrario, la globalización financiera no cuenta con instituciones similares. El Fondo Monetario Internacional tiene recursos extremadamente limitados para enfrentar crisis graves, como la actual. El

Banco de Pagos Internacionales ha avanzado, por su parte, en el establecimiento de normas internacionales uniformes en materia de regulación y supervisión de algunas actividades financieras, pero su grado de implantación ha sido, hasta ahora, limitado.

**4** Los programas de ajuste que se han puesto en marcha en los países en crisis han tenido dos características sobresalientes. En primer término, se ha subestimado sistemáticamente —y por lo general en una magnitud considerable— su efecto recesivo; más aún, en cada programa se han agregado ingredientes deflacionarios adicionales a la economía mundial. Este fuerte impacto recesivo ha impedido, por lo demás, en varios casos, el logro de uno de los objetivos básicos de los procesos de ajuste: el restablecimiento de la confianza de los inversionistas en el buen funcionamiento de las economías involucradas. En segundo lugar, la esfera de la condicionalidad de los programas se ha ampliado más allá de la estabilidad macroeconómica y la regulación y supervisión financieras, a las cuales debe limitarse. Bajo el impacto de la crisis, se ha tratado de imponer cambios estructurales que no corresponden muchas veces a las situaciones o los consensos nacionales, lo que puede provocar inestabilidad, tanto económica como política, y tanto nacional como internacional.

**5** En el caso de los mercados emergentes, las agencias calificadoras de riesgo, las principales instituciones encargadas de proveer información a los inversionistas, han demostrado ser un instrumento insatisfactorio en los últimos años. En efecto, han actuado en forma enteramente procíclica, por promover primero inversiones excesivas en dichos mercados y luego una salida masiva de capitales. De esta manera, en vez de atenuar los ciclos financieros, papel



que debería desempeñar en los mercados un buen sistema de información, han tendido a agudizarlos. Este hecho, que se hizo evidente con la crisis de varias naciones asiáticas en 1997, ha sido ratificado recientemente con sus decisiones relativas a algunos países latinoamericanos.

**6** En estas circunstancias, se requieren urgentemente acciones concertadas de los países del Grupo de los siete (G-7) dirigidas a (i) dar señales expansionistas, que contrarresten efectivamente la amenaza de deflación mundial y (ii) proporcionar recursos adecuados para apoyar a los países en desarrollo que enfrenten dificultades transitorias, elevando así los costos de ataques especulativos contra sus monedas. Las indicaciones del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos de que podría reducir sus tasas de interés deben materializarse y complementarse con acciones en igual sentido de los otros miembros del G-7, particularmente los países europeos. En el caso japonés, deben ponerse en marcha en forma efectiva los programas de expansión del gasto público y de saneamiento del sistema financiero. A su vez, el problema de recursos del Fondo Monetario Internacional debe resolverse con igual urgencia.

**7** Estas acciones inmediatas deben ir acompañadas del inicio de negociaciones orientadas a crear un marco institucional apropiado para la globalización financiera. Este marco debe contar no sólo con un Fondo Monetario Internacional con mayor capacidad de acción y funciones más amplias en materia de prevención de crisis, sino también con sistemas regulatorios y de supervisión adecuados a nivel internacional. Estos últimos pueden estar basados en los sistemas nacionales existentes, pero sujetos a una autoridad financiera internacional, que profundice los avances que en tal sentido ha encabezado el Banco de Pagos Internacionales. Este proceso debe ser de gran alcance y abarcar, en

particular, medidas orientadas a llenar los vacíos que existen en la regulación y supervisión de diversos agentes del mercado en los propios países industrializados. El establecimiento de mecanismos para encarecer las transacciones financieras internacionales de corto plazo, que reduzcan significativamente la rentabilidad de los flujos más volátiles, puede formar parte de ese marco.

**8** Un mundo de globalización financiera exige, por otra parte, reconocer que las políticas económicas de los países industrializados tienen efectos globales y no sólo nacionales. Por este motivo, el ordenamiento institucional consistente con el nuevo contexto de globalización exige también una coordinación efectiva de las políticas macroeconómicas de los países industrializados —que no se ha logrado hasta ahora— en la cual se tengan en cuenta sus efectos globales, vale decir, también las consecuencias que tienen para los países menos desarrollados.

**9** El debate en curso en torno a la liberalización internacional de los flujos de capitales debe estar claramente supeditado al diseño de este nuevo marco institucional para la globalización financiera. En particular, la posibilidad de ampliar el mandato del Fondo Monetario Internacional a la convertibilidad de la cuenta de capitales depende fundamentalmente de que exista un nuevo esquema de esta naturaleza. Mientras subsista la situación actual, los países en desarrollo deben mantener, por lo tanto, una mayor autonomía en esta materia. Esta autonomía debe quedar igualmente consagrada en cualquier acuerdo multilateral de inversiones, incluido el que se ha venido negociando en el marco de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). Como lo han señalado la CEPAL y otros analistas, en ausencia de una regulación financiera apropiada a nivel internacional, se justifica ampliamente la

adopción de medidas prudenciales por parte de los países en desarrollo con el fin de reducir los flujos de capital más volátiles.

**10** Deben corregirse en igual sentido dos elementos preocupantes de la coyuntura actual. En primer término, en los programas de ajuste encabezados por el Fondo Monetario Internacional se debe evitar el sobreajuste y limitar la condicionalidad a temas relativos a los equilibrios macroeconómicos y la regulación y supervisión financiera. A su vez, las agencias calificadoras de riesgo deben estar sujetas a regulación y su calificación del riesgo soberano debe regirse por estrictos parámetros objetivos y de conocimiento público. Convendría estudiar la posibilidad de reemplazar la calificación del riesgo soberano que hoy en día realizan estas agencias por un sistema de calificación que apliquen las entidades de supervisión de los países donde se originan los recursos, de acuerdo con parámetros objetivos acordados a nivel internacional.

**11** Los países en desarrollo, entre ellos los latinoamericanos y del Caribe, deben proseguir los esfuerzos por consolidar su solidez macroeconómica y por mejorar la regulación y supervisión financieras internas. Deben diseñar, además, como lo ha venido señalando la CEPAL en varios documentos recientes, nuevos instrumentos orientados a reducir la vulnerabilidad frente a los ciclos financieros internacionales, en especial instrumentos destinados a hacer un buen manejo fiscal y crediticio en las fases expansionistas del ciclo económico, para evitar el desarrollo de situaciones que se tornen a la postre insostenibles.



**COMMUNIQUE OF THE  
ECONOMIC COMMISSION FOR  
LATIN AMERICA AND  
THE CARIBBEAN (ECLAC)  
ON THE INTERNATIONAL  
FINANCIAL CRISIS**

**15 September 1998**

**1** The international financial crisis, which began in the rapidly developing Asian countries a year and a half ago, has generated instability in the foreign exchange and capital markets on a scale that is almost unprecedented in world economic history. Since the Russian moratoria, the crisis has acquired extremely worrying dimensions, affecting the stock exchanges of industrialized countries and emerging markets, and posing a severe threat of global recession and deflation. Should this threat materialize, many of the achievements of recent decades will be at risk, especially progress towards openness in global trade and towards the liberalization of developing countries and economies in transition.

**2** In Latin America, the international financial instability has generated strong speculative pressures on four occasions in the past year: in October 1997 and in January-February, May-June and August-September 1998. These bouts of speculation have affected all countries of the region with differing severity. The effects of the most recent episode on foreign exchange and stock markets were harsh and generalized. This situation does not reflect the strength of the fundamental economic variables of countries in the region. Moreover, in addition to achieving macroeconomic stability, strengthening their domestic financial systems and

making the transition to more open trade regimes in the past few years, the economic authorities have responded rapidly and effectively during the recent crisis, as perhaps never before in a similar situation. Nevertheless, the measures that have been adopted are much more stringent than would have been justified by conditions in each economy, as they have basically been put in place in response to foreign speculation. As a result of the financial contagion, the Latin American countries will have to bear heavy costs, which have no domestic justification and are, thus, economically and socially inefficient.

**3** Going beyond the macroeconomic situation of any Asian or Latin American country affected by the crisis, this instability primarily reflects a fundamental problem in the global economy: **the enormous discrepancy that exists between an increasingly sophisticated and dynamic international financial world and the lack of a proper institutional framework to regulate it.** The serious flaws in financial markets and the rapid expansion of funds of a speculative nature, both of which explain market volatility, call for the development of adequate prudential regulations and supervisory schemes, as well as “lenders of last resort”. The lessons of past crises learnt over long years by the industrialized countries and by our own countries, have resulted in the development of national institutions that perform these roles, although not always effectively and with important gaps in the regulation and supervision of the activities of certain agents. But there are no such institutions for financial globalization. The International Monetary Fund has only very limited resources with which to confront crises as severe as the current one. The Bank for International Settlements has made progress in establishing standard international regulatory and supervisory norms for certain

financial activities, but they have only been implemented to a limited extent so far.

**4** The adjustment programmes put in place in the countries affected by the crisis have two outstanding features. First, their contractionary effects have been systematically underestimated, generally by significant amounts; each programme has, thus, added further deflationary ingredients to the global economy. Furthermore, this strong contractionary impact has in several cases undermined one of the basic objectives of the adjustment process: that of reestablishing investors' confidence in the healthy functioning of the economies concerned. Second, the conditionality of these programmes has been extended beyond macroeconomic stability and financial regulation and supervision, to which they should be limited. Under the impact of the crisis, there has been an attempt to impose structural changes that in many instances do not fit the national situation or the national consensus, thus potentially generating instability —economic and political, national and international.

**5** In the case of emerging markets, the risk-rating agencies, the main institutions responsible for providing information to investors, have proved to be an unsatisfactory instrument in recent years. In effect, they have acted in an entirely procyclical way, promoting first excessive investment in those markets and then huge outflows of capital. In this way, instead of attenuating financial cycles, the effect a good information system should have on markets, they have tended to intensify them. This fact became evident with the crisis in several Asian countries in 1997 and has been reinforced recently by these agencies' decisions relating to certain Latin American countries.

**6** Under these circumstances, urgent concerted action by the G-7 countries is needed in order: (i) to send out expansionary signals to effectively counteract the threat of global deflation; and (ii) to make sufficient funds available to support developing countries in temporary difficulties, thus raising the cost of speculative attacks on their currencies. Indications by the United States Federal Reserve System that it might reduce interest rates should be put into effect and be complemented by similar action on the part of the other G-7 countries, particularly its European members. Japan should implement effectively its programmes to expand public spending and put its financial system on a sound basis. Also the problem of the resources of the International Monetary Fund must be urgently resolved.

**7** This immediate action should be accompanied by the start of negotiations to establish an appropriate institutional framework for financial globalization. This framework should consist not merely of an International Monetary Fund with greater capacity to act and with broader crisis prevention functions, but also of suitable regulatory and supervisory systems at the international level. These systems can be based on existing national systems, subject, however, to an international financial authority, that would carry forward the advances initiated by the Bank for International Settlements in this respect. This should be a comprehensive effort involving, in particular, efforts to fill in gaps in the regulation and supervision carried out by various market agents in the industrialized countries. Mechanisms to increase the cost of short-term financial transactions, which would significantly reduce the profitability of the most volatile flows, could be established within this framework.

**8** A globalized financial world calls, in addition, for recognition that the economic policies of the



industrialized countries have global and not merely national effects. For this reason, a solid institutional order in the context of globalization also requires an effective degree of coordination of their macroeconomic policies by the industrialized countries —not achieved so far—, in which the global effects of these policies would be taken into account, that is to say, including the effects that they have on less developed countries.

**9** The ongoing discussions on the liberalization of international capital flows should be clearly subordinated to the design of this new institutional order for financial globalization. In particular, the possibility of broadening the mandate of the International Monetary Fund to cover capital account convertibility depends critically on the existence of a new scheme of this nature. As long as the current situation persists, the developing countries must keep the maximum degree of autonomy in this area. Such autonomy should also be maintained in any multilateral investment agreement, including that being negotiated in the framework of OECD. As ECLAC and other analysts have pointed out, in the absence of appropriate financial regulation at the international level, the adoption of prudential measures by the developing countries to reduce the most volatile capital flows is fully justified.

**10** Similarly, two aspects of the current economic situation which are a source of concern must also be rectified. First, adjustment programmes promoted by the International Monetary Fund should avoid overadjustment and limit conditionality to issues relating to macroeconomic equilibria and financial regulation and supervision. In turn, the risk-rating agencies should be subject to regulation and their sovereign risk rating subject to strict, objective parameters that are publicly known. It would be appropriate

to study the possibility of replacing the sovereign risk rating that these agencies currently carry out by a rating system implemented by supervisory bodies in the countries of origin of the funds, in accordance with objective, internationally agreed parameters.

**11** The developing countries, including the Latin American and Caribbean countries, should continue their efforts to establish a sound macroeconomic basis for their economies and to improve domestic financial regulation and supervision. In addition, they should, as ECLAC has pointed out in several recent documents, design new instruments to reduce their vulnerability to international financial cycles, especially instruments to ensure good fiscal and credit management in the expansionary phases of the economic cycle, to avoid generating situations that are unsustainable in the long run.



# **PREVISIÓN Y MANEJO DE LAS CRISIS FINANCIERAS**

**29 de abril de 1998**

## Resumen

**L**a apertura de la cuenta de capitales puede aportar importantes beneficios a la economía global. Sin embargo, también puede generar costos importantes. De hecho, las finanzas internacionales han estado en el centro de las crisis económicas. La dimensión financiera jugó un papel central en la crisis de los años treinta y setenta, y en las crisis cambiaria de México en 1994 y de los países asiáticos ahora.

Las crisis recientes han hecho evidentes las profundas imperfecciones del mercado internacional de capitales y la gran vulnerabilidad de las economías en desarrollo a las conmociones provenientes de dicho mercado. El primero de estos fenómenos se refleja en la volatilidad que ha caracterizado al mercado en las últimas décadas. La sucesión de oleadas de expansión excesiva y pánicos financieros indica que el mercado fluctúa más allá de lo que recomiendan los fundamentos de las economías.

Los costos de esta volatilidad son elevados para los países en desarrollo. Las fases de auge de la corriente de capitales tienden a desviar las variables macroeconómicas claves (entre otras, el tipo de cambio y los precios de los activos) de su equilibrio de largo plazo. El costo más importante de ello es el posible desencadenamiento de crisis bancarias y financieras, cuando los flujos se revierten en forma abrupta que provocan grandes daños en los países directamente afectados y reducen la vitalidad del desarrollo económico mundial.

Hay una creciente necesidad de encontrar nuevos mecanismos institucionales que minimicen el riesgo de que ocurran crisis cambiarias y financieras. Éste es, por lo tanto, un momento oportuno para repensar el ordenamiento financiero internacional y, por el contrario, poco oportuno para una mayor liberalización de dicho mercado.

Más allá de la necesidad de mejorar el manejo de las crisis, se destacan dos elementos. En primer lugar, la atención debe centrarse en la gestión de las bonanzas y no de las crisis, ya que éstas suelen ser el resultado de bonanzas mal manejadas. En segundo término, la ausencia de un marco regulatorio apropiado a nivel internacional justifica la adopción de medidas nacionales orientadas al control de las bonanzas que las autoridades consideren insostenibles. Cabe destacar los sistemas de encajes aplicables a los flujos de origen externo que han utilizado con éxito Colombia y Chile. En el texto se examinan propuestas de medidas en los planos nacional e internacional.

La apertura de la cuenta de capitales puede aportar importantes beneficios a la economía global. En particular, permite una movilización más fluida de fondos desde los países con abundancia de capital hacia los que presentan escasez. Ello mejora la eficiencia de la asignación de recursos y eleva su productividad; además, permite a los países en desarrollo recibir ahorros externos que complementen el ahorro interno, y así alcanzar niveles de inversión y de crecimiento mayores. Sin embargo, la integración a los mercados internacionales de capitales también puede tener costos importantes, si no se reconocen pragmáticamente la especificidad y capacidad de respuesta de diferentes mercados con diversos grados de desarrollo.

Las finanzas han estado en el centro de las crisis económicas de alcance internacional. La dimensión

financiera jugó un papel predominante en la crisis de los años treinta, y en la crisis de la deuda de algunos países en desarrollo de los años setenta. En este decenio, también le ha correspondido un papel destacado en la crisis cambiaria de México y en la crisis actual de los países asiáticos. Según las estimaciones, el costo de esta crisis para los países asiáticos más directamente afectados es cuantioso. Se trata, además, de cinco países cuya expansión de las exportaciones figura entre las diez más dinámicas del mundo en los años noventa. Pero el impacto también es significativo a nivel mundial. En efecto, las proyecciones de crecimiento del PIB mundial en 1998 realizadas después de la crisis asiática son de 0.3 a 0.8 puntos más bajas que las anteriores. Esta cifra parece pequeña. Sin embargo, como se aplica a todo el PIB mundial, representa en promedio una elevada cantidad. Así, medio punto representaría 150 000 millones de dólares de producción perdida sólo en 1998.

## **1. La volatilidad del actual sistema financiero internacional**

**L**as crisis recientes han hecho evidentes dos fenómenos: las enormes imperfecciones del mercado internacional de capitales y la gran vulnerabilidad de las economías en desarrollo a las conmociones provenientes de dicho mercado. El primero de éstos se refleja en la volatilidad que ha caracterizado al mercado en las últimas décadas. La sucesión de oleadas de expansión excesiva y pánicos financieros indica que el mercado tiende primero a crecer, y luego a contraerse, más allá de lo que recomiendan en uno y otro caso los factores fundamentales de las economías. Esta volatilidad responde a la naturaleza de las operaciones financieras, pero también a la ausencia de

instituciones apropiadas para regular un mercado financiero muy sofisticado pero inestable. Refleja, en efecto, una coordinación macroeconómica insuficiente entre las naciones más influyentes en los mercados mundiales, y limitaciones de la institucionalidad internacional en los campos regulatorio, de coordinación de políticas y de información. No existe ninguna institución internacional que contribuya a evitar que se produzcan bonanzas financieras insostenibles y el Fondo Monetario Internacional sólo tiene una capacidad limitada para manejar las crisis subsiguientes. Estas insuficiencias no son compatibles con un proceso de globalización equilibrado y eficiente.

Por su parte, las agencias calificadoras de riesgo, que constituyen una de las fuentes más influyentes de generación de información destinada a los mercados, tienden a acentuar estas tendencias, como lo demuestra un reciente estudio del Centro de Desarrollo de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). Estas agencias, así como los operadores financieros, cumplen un papel microeconómico muy importante para el desarrollo. Sin embargo, y quizás sin proponérselo, también desempeñan un rol macroeconómico. Las calificaciones de las agencias y sus expectativas, difundidas profusamente en la prensa económica, contribuyen a reforzar el flujo financiero hacia los países “exitosos” y, por lo tanto, a un proceso que parece muy eficiente y sostenible (con buenas utilidades y garantías crediticias basadas en altos precios de activos y bajos precios de pasivos en dólares), pero que en realidad genera burbujas que explotan tarde o temprano. Entonces, todas estas señales, entre otras las calificaciones de riesgo, se revierten, lo que acentúa la caída y profundiza la crisis.

Desde el punto de vista de los países en desarrollo, los costos de esta volatilidad son elevados. Las fases de auge de

la corriente de capitales tienden a alejar las variables macroeconómicas claves —tipo de cambio y los precios de los activos entre otras— de su equilibrio a largo plazo. El costo más importante de todos es el posible desencadenamiento de crisis bancarias y financieras, que provocan conmoción y grandes daños en los países directamente afectados, derivadas de la caída de los flujos o, aún peor, de su drástica reversión. Las incertidumbres resultantes afectan, en particular, a la vitalidad del proceso de desarrollo.

En principio, los países receptores de fondos tienen cierto espacio para definir sus políticas nacionales respecto de los flujos de capital. Pueden admitir pasivamente la transmisión a sus mercados internos de los efectos de los cambios externos, o pueden tratar de moderarlos o irlos graduando, modificar la composición de los flujos y suavizar sus efectos sobre el tipo de cambio y la demanda agregada. Según la práctica predominante, los países receptores han sido estimulados y elogiados por adoptar, en la etapa de auge de la afluencia de capital, una política de aceptación de todos los recursos financieros que se les ofrezcan. Las presiones para abrir la cuenta de capitales, aun en ausencia de regulaciones prudenciales adecuadas, los ha empujado al desequilibrio que luego provoca la crisis. Las recriminaciones han venido después, en los períodos de egresos masivos, por haberse endeudado en exceso. Hay una evidente contradicción entre ambas actitudes, lo que se refleja, además, en que se gasta más energía en resolver las crisis que en prevenirlas.

Los costos de la inestabilidad son elevados para la comunidad internacional y para los mercados de capitales internacionales, pero sobre todo para el desarrollo estable de la economía mundial. Hay un reconocimiento creciente de la



necesidad de desarrollar nuevos mecanismos institucionales que minimicen los riesgos de crisis cambiarias y financieras y, por esta vía, acentúan los beneficios de los flujos de capitales.

## 2. Decisiones oportunas que beneficien a todos

Éste es, por lo tanto, un momento oportuno para repensar el ordenamiento financiero internacional y, por el contrario, poco oportuno para una mayor liberalización de dicho mercado, actualmente en discusión en torno al tema del cambio de los estatutos del FMI para otorgarle un mandato en materia de convertibilidad de la cuenta de capitales.

Más allá de la necesidad de mejorar el manejo de las crisis, y de dar mayor pragmatismo a las políticas de ajuste, cabe destacar dos elementos. En primer lugar, la atención debe centrarse en el manejo de las bonanzas y no de las crisis, ya que éstas son, en muchos sentidos, el resultado inevitable de bonanzas mal manejadas. Éste es un punto de vista esencial, ya que, de alguna manera, las instituciones existentes, en especial el FMI, han sido diseñadas para manejar las crisis y carecemos, por el contrario, de instrumentos apropiados para alertar sobre la gestación de desequilibrios y, así, prevenir a tiempo el desarrollo de bonanzas insostenibles. En segundo término, la ausencia de un marco regulatorio apropiado a nivel internacional justifica la adopción de medidas nacionales orientadas precisamente al control de las bonanzas que las autoridades consideren insostenibles. Cabe destacar, en especial, los encajes

aplicados a los pasivos externos, que han dado excelentes resultados en Colombia y Chile.

El prestar excesiva atención al manejo de las crisis lleva a ignorar, en realidad, un hecho que debería ser evidente: que los grados de libertad de las autoridades son mayores en las bonanzas que en las crisis. Una bonanza caracterizada por la expansión excesiva del gasto público y privado acentúa el ciclo, y genera inevitablemente un ajuste recesivo posterior, cuya severidad es función del excesivo gasto precedente. Así, un aumento insostenible del gasto público, basado en ingresos tributarios transitorios y el acceso extraordinario al crédito externo, da lugar a un severo ajuste posterior. Un endeudamiento excesivo del sector privado, basado en una subestimación de los riesgos asociados a una acumulación creciente de pasivos externos, da lugar a una profunda contracción crediticia posterior; ésta suele ir acompañada de un deterioro de la cartera bancaria que, si es muy intensa, puede generar pérdidas equivalentes a elevadas proporciones del PIB. Una sobrevaluación de la moneda, basada en ingresos de capital transitorios o precios extraordinarios de los productos de exportación, produce una fuerte presión sobre la tasa de cambio o las tasas de interés, una vez que dichos fenómenos transitorios desaparecen.

Cuando la situación comienza a deteriorarse y, aun más, cuando estalla una crisis, las autoridades económicas tienen pocas opciones, y éstas tienden a tener efectos negativos en términos del crecimiento, entre otros alza de las tasas de interés, recorte del gasto público y desplome de la moneda nacional. Por ello, la clave para el éxito en el manejo de la volatilidad es la prudencia y el uso de un instrumental apropiado en las épocas de bonanza.

### 3. Una propuesta de desarrollo financiero con estabilidad sostenible

**E**l reto fundamental que plantea el manejo de la vulnerabilidad externa es diseñar instrumentos apropiados para administrar las bonanzas a nivel internacional y nacional.

#### *a) Arreglos financieros nacionales*

Este tipo de instrumentos debe incluir, en primer término, mecanismos para esterilizar los ingresos fiscales transitorios. La experiencia parcial que se ha venido adquiriendo con fondos de estabilización de ingresos fiscales provenientes del manejo de productos básicos deben generalizarse a la gestión de ingresos tributarios transitorios. Esto indica, por lo demás, que los objetivos fiscales no deben fijarse, sólo en función del déficit fiscal corriente, sino también del déficit estructural, como ocurre en los países de la OCDE. Más aún, muchos países pueden considerar atractivo equilibrar total o parcialmente las tendencias de corto plazo del gasto privado (tanto expansivas como contractivas), con medidas compensatorias del gasto o del ingreso público.

En relación con la política monetaria, su capacidad de jugar un rol contracíclico se ve bastante limitada ante grandes flujos de capital. Sin embargo, es posible adoptar medidas que le den mayor autonomía para hacerlo, entre otras el uso de mecanismos para desincentivar el ingreso excesivo de capitales de corto plazo, como los encajes en Colombia y Chile y los impuestos variables en Brasil. A pesar de sus imperfecciones, se reconoce cada vez más que dichos mecanismos juegan un papel positivo, porque logran

desincentivar ingresos excesivos de capital, disminuyendo además la proporción de flujos de corto plazo. Esto último, en particular, reduce la vulnerabilidad del país ante crisis cambiarias. El desincentivo al ingreso excesivo de capital contribuye, además, a disminuir la presión a favor de un fortalecimiento excesivo de la moneda nacional; esto ayuda a mantener la competitividad y el dinamismo de las exportaciones, así como a controlar la magnitud del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Como se ha señalado reiteradamente, una estricta regulación prudencial del sistema financiero es una de las claves fundamentales para evitar que los intermediarios asuman riesgos inmanejables durante los períodos de bonanza. Por ello, la apertura financiera de los países en desarrollo debe estar estrictamente condicionada a la existencia previa de estrictas normas prudenciales. Por otra parte, no sólo la política macroeconómica debe adecuarse al nuevo contexto de volatilidad. También hay que adaptar la regulación y la supervisión de los sistemas financieros domésticos, a las que deben incorporarse mayores elementos anticíclicos o estabilizadores.

En este sentido, deseamos destacar tres alternativas. La primera es el establecimiento de coeficientes de capital bancario más elevados que los contemplados en los Acuerdos de Basilea, para tomar en cuenta que las posibles crisis cambiarias en países latinoamericanos pueden tener un efecto particularmente negativo en los activos de los bancos. El segundo es una supervisión prudencial más estricta de los créditos externos de corto plazo, sobre todo aquellos en que el sistema bancario nacional sirve de intermediario y que no estén vinculados a operaciones comerciales. El tercero es poner límites superiores al precio de referencia de los activos usados como garantías para préstamos u otras operaciones

financieras, cuando el valor de tales activos —por ejemplo, activos inmobiliarios y acciones— fluctúa mucho entre los ciclos de auge y recesión.

**b) *Mecanismos financieros internacionales***

Si bien son importantes las medidas que pueden tomar las economías emergentes para manejar mejor la volatilidad financiera, su margen de acción es relativamente restringido. Por ello, parece cada vez más claro que la adopción de medidas de este tipo en los países receptores de flujos debe ser complementada por modificaciones en los mecanismos financieros internacionales.

En particular, se concuerda cada vez más en que los mercados internacionales de capital adolecen en ciertas circunstancias de importantes imperfecciones. Lo sucedido recientemente en las crisis asiáticas y la anterior crisis del peso mexicano lo confirman. Las asimetrías de información son particularmente serias en los mercados internacionales de capital y, debido a ellas, los cambios en las percepciones de los agentes financieros son mucho mayores que los cambios en las variables fundamentales de las economías en las que invierten. A esto se agrega el “efecto manada”; éste implica que los inversionistas actúan, para su mayor seguridad, en forma conjunta ya sea al entrar o salir de las economías. A consecuencia de ello, los flujos de capital hacia los países emergentes tiendan a ser muy volátiles, incluso para economías relativamente bien manejadas y con elevado crecimiento, como las asiáticas.

La existencia de importantes imperfecciones en los mercados de capitales internacionales justifica claramente dos tipos de medidas. Por una parte, impone la necesidad de un incremento considerable de los recursos del Fondo

Monetario Internacional, para que éste pueda desempeñar efectivamente su rol de prestamista internacional de última instancia, y así reducir los efectos dañinos de crisis cambiarias y financieras de gran envergadura en algunos países e impedir que el contagio las difunda a otras economías emergentes.

Por otra parte, se debe evitar que las actividades del Fondo Monetario Internacional como prestamista de última instancia internacional planteen un problema de “riesgo moral”, es decir a que los inversionistas y prestamistas privados internacionales asuman riesgos excesivos, sabiendo que serán rescatados si la situación se vuelve crítica. Por ello, en caso de crisis los prestamistas privados deben contribuir a su superación, renovando los préstamos sin exigir un aumento de los intereses ni garantías estatales, de modo que los recursos de las instituciones financieras internacionales y de los gobiernos financien la recuperación de las economías en crisis, y no el pago de deudas anteriores. Naturalmente, lo ideal es evitar que se produzca una crisis. La mejor manera de evitarla es tomar medidas, a nivel internacional, durante los períodos de excesivo optimismo, para moderar las variaciones cíclicas de los flujos de capital hacia los países emergentes, y a fin de que éstos sean más sostenibles.

Por ello es importante mejorar y, sobre todo, completar la supervisión prudencial internacional, para adaptarla a las nuevas circunstancias de flujos cuantiosos y volátiles. Dos temas aparecen como prioritarios. Por una parte, parece esencial un mejoramiento de la supervisión y regulación prudencial de los créditos internacionales de corto plazo ya existente en los países desarrollados. Por otra parte, parece muy importante cierta regulación prudencial de las inversiones de cartera de los inversionistas institucionales,

como los fondos mutuos. Ello se podría lograr, por ejemplo, a través de exigencias de liquidez variables ligadas al promedio ponderado del riesgo país de las inversiones de cartera en países en desarrollo de instituciones como los fondos mutuos. La evaluación de riesgo variaría de una economía emergente a otra, y se modificaría en forma periódica, de acuerdo a la evolución de los riesgos macroeconómicos. Para ello se tomaría en cuenta factores tales como la magnitud del déficit de la cuenta corriente y de los pasivos externos como proporción del PIB, la estructura de plazos de dicha deuda, la fragilidad bancaria del país, y el alza del precio de las acciones más allá del nivel sustentado por los resultados que presentan las empresas. Dichas exigencias de liquidez serían aplicadas por las superintendencias de valores de los países de origen de la oferta de fondos, en consulta con el banco central, el Fondo Monetario Internacional y el Banco de Pagos Internacionales. Hay aquí un paralelo con las medidas prudenciales de los bancos centrales de los países desarrollados, a través de las cuales se exigen reservas ponderadas por riesgo contra las posibles pérdidas resultantes de préstamos bancarios a países en desarrollo; los requisitos prudenciales a los inversionistas institucionales se basarían en el mismo principio, pero estarían debidamente adaptados a las características institucionales de los fondos mutuos.

Como los requisitos de liquidez variarían según el riesgo macroeconómico percibido, si las variables macroeconómicas comenzaran a deteriorarse en un país, la entrada de capitales extranjeros caería gradualmente, ya que su riesgo ponderado subiría gradualmente, lo que elevaría las exigencias de liquidez. Ello induciría al país receptor a una rápida corrección de los desequilibrios macroeconómicos. Las fluctuaciones de los flujos serían mucho menores, lo cual haría menos probables las costosas crisis cambiarias.

Sería posible complementar la supervisión prudencial de los mercados crediticios y de capitales internacionales con una medida tributaria internacional. Un pequeño impuesto a todas las transacciones en moneda extranjera a nivel mundial actuaría como un desincentivo relativamente importante a los flujos especulativos de capital de muy corto plazo, que tributarían con mucha frecuencia, y afectaría en forma muy marginal a los flujos de largo plazo. Tal impuesto aumentaría en algo la autonomía de las autoridades económicas nacionales en el ámbito de la política monetaria; además, al disminuir los flujos más volátiles, contribuiría a que los tipos de cambios de las economías emergentes reflejaran en mayor proporción las variables fundamentales de largo plazo y en menor proporción los fuertes cambios de las percepciones de corto plazo de riesgo y rentabilidad.





**PREVENTING AND HANDLING  
FINANCIAL CRISES**

**April 29,1998**

## Abstract

Opening up the capital account can bring great benefits to the world economy. However, it can also entail significant costs. In fact, international finance has been at the heart of economic crises. The financial dimension played a key role in the crises of the 1930s and 1970s, and in the foreign exchange crises in Mexico in 1994 and the Asian countries today.

The recent crises have revealed the serious imperfections of the international capital market and the great vulnerability of developing economies to international financial shocks. The first of these problems is reflected in the volatility that has characterized the capital market in recent decades. Successive waves of overexpansion followed by financial panic show that the market tends to fluctuate much more than economic fundamentals warrant.

The costs of such volatility are high for the developing countries. In boom phases of capital flows, key macroeconomic variables (such as the exchange rate and the prices of assets) tend to move away from their long-term equilibria. The most serious threat is that, if flows reverse abruptly, this may set off banking and financial crises that cause great disruption to the countries directly affected and undermine the vitality of world development.

There is increasing need for new institutional mechanisms that minimize the risks of foreign exchange and

financial crises. This is a good time, then, to rethink international financial arrangements, but not a good time for further liberalization of financial markets.

Beyond the need to improve crisis management, there are two points that we stressed. First, the emphasis should be on managing the boom and not the bust: the crisis is usually the result of a badly managed boom. Second, the absence of a proper international regulatory framework justifies the adoption of national measures aimed at controlling booms the authorities consider unsustainable. Examples are the reserve requirements on capital inflows that Colombia and Chile have been utilizing with success. This document presents proposals for measures of both domestic and international scope.

Opening up the capital account can bring great benefits to the world economy. Most importantly, it can ease the flow of funds from countries with an abundance of capital to those suffering from scarcity, thereby improving the efficiency of resource allocation and increasing productivity. It allows developing countries access to external savings to supplement domestic savings, enabling them to increase investment and growth. However, integration with international capital markets can also entail significant costs, if it occurs without pragmatically allowing for the specific nature and response capacity of different markets at varying stages of development.

Finance has been at the heart of the economic crises of international scope. The financial dimension played a predominant role in the 1930s depression and the developing-country debt crisis of the 1970s. In the present decade, finance has again been a key factor in both the Mexican foreign exchange crisis and the current Asian crisis. It is estimated that the cost for the Asian countries most

directly affected will be high. The five countries involved, moreover, have been among the ten most dynamic in the world in terms of export growth in the 1990s. But the crisis is also having an impact on the world at large. Projections of world GDP growth in 1998 made since the Asian crisis began are from 0.3 to 0.8 points lower than those made earlier. This might seem a small percentage, but, when applied to total world GDP, it represents a huge sum: a drop of one-half of a percentage point would be the equivalent of US\$ 150 billion in lost output in 1998 alone.

## **1. The volatility of the present international financial system**

**T**he recent crises have turned the spotlight on two problems: the serious imperfections of the international capital market and the great vulnerability of developing countries to international capital shocks. The first of these problems is reflected in the volatility that has characterized the capital market in recent decades. The successive waves of overexpansion followed by financial panic have shown that the market tends first to grow and then to contract more than the economic fundamentals warrant in either direction. The volatility has to do with the nature of financial transactions, but it is aggravated by the absence of institutions equipped to regulate a financial market so sophisticated and yet so unstable. It reflects, in fact, inadequate macroeconomic coordination among the nations most influential in world markets and the limitations of international institutions in the areas of regulation, policy coordination and dissemination of information. There is no international institution working to avoid unsustainable financial booms, and the International Monetary Fund has

only limited capacity to handle the ensuing crises. These deficiencies undermine the possibility of a balanced and efficient globalization process.

The risk-rating agencies, which are among the most influential generators of information for these markets, tend to accentuate the tendencies, as was shown in a recent study by the Development Centre of the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). Rating agencies and financial market traders play an essential microeconomic role in development. Nevertheless, perhaps without meaning to, they also play a macroeconomic role. The ratings of the agencies and their expectations, widely disseminated in the economic press, tend to increase the financial flow towards “winner” countries, thereby fostering a process that may appear highly efficient and sustainable (offering good profit margins and credit collateral supported by high prices of assets and low prices of liabilities in dollars) but in reality generates bubbles which sooner or later burst. At that point, all these signals, including the risk ratings, are reversed, thereby accentuating the crash and deepening the crisis.

From the standpoint of the developing countries, the costs of volatility are high. In boom phases of capital flows, key macroeconomic variables —such as the exchange rate and the prices of assets— tend to move away from their long-term equilibria. The most serious threat is that, if flows drop or, worse, reverse abruptly, this may set off banking and financial crises that cause disruption and great damage to the countries directly affected. The resulting uncertainty ultimately saps the vitality of the development process.

The recipient countries have some leeway in determining their national policies with respect to capital flows. They may passively allow external changes to be transmitted to their domestic markets, or they may attempt to

buffer or spread out their effects, modify the composition of flows and soften their impact on the exchange rate and aggregate demand. The prevailing practice has been to urge recipient countries to adopt and praise them for adopting a policy of accepting all the financial resources they are offered during the capital boom phase. Under pressure to open up their capital accounts, even in the absence of adequate prudential regulation, countries have been pushed into disequilibrium, which then triggers the crisis. Afterwards, during the period of massive capital outflows, they are blamed for going too deeply into debt. There is an obvious contradiction between the two attitudes. There is also a paradox in the fact that more energy is spent resolving crises than in preventing them.

The costs of instability are high for the international community and the international capital markets, but takes a especial toll on the stable development of the world economy. There is increasing recognition of the need to develop new institutional mechanisms that minimize the risks of foreign exchange and financial crises and thus maximize the benefits of capital flows.

## **2. Timely decisions to benefit all concerned**

**This** is a good time, then, to rethink international financial arrangements, but not a good time for further liberalization of financial markets, a topic now being debated in connection with changing the statutes of the International Monetary Fund (IMF) to give it a mandate with respect to capital account convertibility.

Beyond the need to improve crisis management and to make adjustment policies more pragmatic, there are two further points that should be made. The first is that the emphasis should be on managing the boom and not the bust: the crisis is usually the inevitable result of a badly managed boom. This is a point that should be stressed, since all existing institutions, one way or another, IMF in particular, have been created to manage crises, and we lack mechanisms to sound the alarm about imbalances that may be brewing and thus prevent in time the development of unsustainable booms. The second point is that the absence of a proper regulatory framework on the international level justifies the adoption of national measures aimed specifically at controlling booms that the authorities consider unsustainable. Examples of such measures are reserve requirements on external liabilities, which have yielded excellent results in Colombia and Chile.

Excessive attention paid to crisis management obscures a fact that should be obvious, namely, that the authorities have greater room for manoeuvre in boom times than in bust. A boom characterized by overexpansion of public and private expenditure accentuates the cycle, inevitably generating a recessive adjustment later, all the more severe to the degree that the previous expenditure was excessive. Thus, an unsustainable increase in public expenditure, based on transitory tax revenues and exceptional access to external credit, leads to a sharp adjustment later. Excessive private-sector indebtedness, based on an underestimation of the risks associated with a growing stock of foreign liabilities, leads ultimately to a severe credit contraction; this is generally accompanied by a deterioration in the quality of bank loan portfolios, which can generate losses equivalent to a large proportion of GDP. Overvaluation of the currency, based on transitory capital inflows or exceptionally high

prices for export products, leads to heavy pressure on the exchange rate or on interest rates, once the transitory conditions change.

When the situation begins to deteriorate, and even more when a crisis breaks out, the economic authorities have few options, and those options tend to have negative effects on growth (such as higher interest rates, reduced public spending and the collapse of national currencies). The key to the successful management of volatility, therefore, is prudence and the use of appropriate instruments during boom periods.

### **3. A proposal for stable and sustainable financial development**

**T**he fundamental challenge in the management of external vulnerability is to design appropriate instruments for handling international and domestic booms.

#### *(a) National financial arrangements*

Such instruments must, first of all, include mechanisms to sterilize transitory fiscal revenues. The partial experience gained from stabilization funds for fiscal revenue deriving from commodities should be extended to the management of transitory tax receipts. Experience also shows that fiscal objectives should be established in function not of the current fiscal deficit, but of the structural deficit, as to some extent is the case in the OECD countries. Moreover, many countries may find it useful to offset expansionary or contractionary short-term trends in private expenditure, totally or partially, by compensatory movements in public expenditure or revenue.



As far as monetary policy is concerned, its capacity to play a countercyclical role is fairly limited in the face of large capital surges. Nevertheless, measures can be adopted to give it greater autonomy in this respect. One such measure is the use of mechanisms to discourage excessive inflows of short-term capital, such as reserve requirements in Colombia and Chile and variable taxes in Brazil. In spite of their flaws, there is growing consensus that such mechanisms play a positive role: they discourage excessive capital inflows and decrease the proportion of short-term flows. The latter effect, in particular, makes a country less vulnerable to foreign exchange crises. Discouraging excessive capital inflows, moreover, reduces the pressure towards over-appreciation of the national currency; this in turn contributes to maintaining export competitiveness and dynamism, and helps control the size of the current account deficit.

As has been frequently pointed out, strict prudential regulation of the financial system is fundamental to preventing intermediaries from assuming unmanageable risks during boom periods. The financial openness of developing countries should therefore be strictly conditional upon the prior existence of strong prudential regulation. Furthermore, it is not only macroeconomic policy that must adapt to the new context of volatility; the regulation and supervision of domestic financial systems must also do so, incorporating more countercyclical or stabilizing elements.

Three possibilities deserve mention. The first is to set bank's required capital-to-assets ratios higher than the Basel requirements, since potential foreign exchange crises in Latin American countries could have a particularly negative effect on bank assets. The second is to establish stricter prudential supervision on external short-term credits, especially those that are intermediated through the national banking system

and are not associated with international trade transactions. The third is to put upper limits to the reference price of assets used as collateral for loans or other financial transactions, if the value of these assets—for example, real estate and shares of stock—fluctuates widely over the boom-bust cycle.

***(b) International financial arrangements***

Although the measures emerging countries can take to improve the management of financial volatility are important, their scope for action is relatively limited. For this reason, it is becoming increasingly apparent that such measures taken by countries which receive inflows must be complemented by reforms to international financial arrangements.

In particular, there is increasing consensus that in certain circumstances the international capital markets are badly flawed. Recent experience during the present Asian crisis and the earlier Mexican peso crisis confirm this. Asymmetric information is a particularly serious imperfection in international capital markets. It can lead to a situation in which changes in financial agents' expectations are much greater than changes in the fundamentals of the economies in which they are investing. Added to this is the "herd effect", whereby investors for the sake of security move en masse between different national markets. As a result, capital flows to emerging economies—even those that are relatively well managed and have high growth rates, such as the Asian economies—tend to be highly volatile.

The existence of major imperfections in international capital markets clearly justifies two types of measures. On the one hand, it implies the need for a considerable expansion of International Monetary Fund resources, to ensure that it can play its role of international lender of last resort effectively. This is crucial to reduce the harmful effects of

large-scale foreign exchange and financial crises in individual countries and keep the contagion from spreading to other emerging economies.

On the other hand, if the International Monetary Fund is to act as international lender of last resort, steps should be taken to reduce the likelihood of “moral hazard” —that is, international private investors and lenders taking on excessive risks, knowing that they will be rescued if the situation becomes critical. In the event of a crisis, private lenders should do their part to overcome it by renewing loans as they become due without demanding higher interest or government guarantees, so that the resources of international financial institutions and Governments can be devoted to financing the recovery of economies in crisis, rather than to paying off prior debts. Naturally, the ideal is to prevent the crisis from occurring. The best way to avoid it is to take action at the international level during periods of excessive optimism to moderate fluctuations in capital flows to emerging economies and thus ensure that such flows are sustainable.

For this reason, it is important to improve and above all complete international prudential supervision arrangements. There are two topics that require priority attention. First, it seems essential to improve the existing prudential supervision and regulation of short-term international credit in the developed countries. Second, some degree of prudential regulation of the portfolio investments of institutional investors, such as mutual funds, would also appear to be vital. This could be achieved, for example, through variable liquidity requirements linked to the weighted average of the country risk of the portfolio investments in developing countries made by institutions such as mutual funds. The risk evaluation would vary for

different emerging economies and would be modified periodically, in line with changes in the macroeconomic risks. It would take account of such factors as the size of the current account deficit, the extent of external liabilities as a percentage of GDP, the maturity profile of the debt, the fragility of the country's banking system and the degree to which share prices are higher than companies' earnings warrant. Such liquidity requirements would be applied by the securities control agencies of the countries of origin of the funds, in consultation with the central banks, the International Monetary Fund and the Bank for International Settlements. There is a parallel here with the prudential measures of the central banks of developed countries, whereby risk-weighted provisions are required to balance possible losses resulting from bank loans to developing countries. The prudential requirements for institutional investors would be based on the same principle, but would be duly adapted to the institutional characteristics of mutual funds.

As the liquidity requirements would vary with the perceived macroeconomic risk, if the macroeconomic variables in a country started to deteriorate, foreign inflows would gradually decline, since the weighted risk would gradually rise, thus raising the liquidity requirements. This would encourage the recipient country to correct macroeconomic imbalances at an early stage. There would be less instability in flows and, as a result, less likelihood of costly currency crises.

The prudential supervision of international credit and capital markets could be complemented with an international tax measure. A small tax on all foreign currency transactions at the global level would act as a relatively strong disincentive to very short-term speculative flows and would

have a minor impact on long-term flows. Such a tax would increase somewhat the autonomy of national economic authorities in making monetary policy; moreover, by cutting back on the more volatile flows, it would help emerging economies' exchange rates to reflect to a greater degree long-term fundamental variables, and to a lesser degree sharp changes in short-term perceptions of risk or profitability.