

## Visita a Asia

### Köhler recalca la importancia de la flotación cambiaria entre las principales monedas

**H**orst Köhler, Director Gerente del FMI, efectuó una visita a Asia a mediados de enero con el objeto de mantener conversaciones con funcionarios y representantes de instituciones financieras privadas en Singapur, la RAE de Hong Kong y Japón, y asistir a la reunión de Ministros de Hacienda de Asia y Europa (ASEM) celebrada en Kobe, Japón. En Hong Kong inauguró una dependencia de la oficina del representante residente del FMI en Beijing, China.



Horst Köhler, Director Gerente del FMI en el Club Nacional de Prensa de Japón.

#### Reunión de la ASEM

En sus comentarios ante la tercera reunión de la ASEM, celebrada los días 13 y 14 de enero, el Director Gerente resumió la experiencia recogida con los controles de capital y la libe-

ralización y trató el tema de la selección de regímenes cambiarios.

Con respecto a las tres monedas principales —dólar, euro y yen— recalcó que “en términos realistas, no existe alternativa a los tipos de cambio flotantes”.

Y al hacer referencia a la intervención, señaló que “ésta no puede modificar las tendencias del mercado... Tiene que ser muy selectiva y bien coordinada”.

Más allá de las tres monedas principales, Köhler indicó que “una conclusión importante de los estudios y exámenes de la experiencia de los países miembros por parte del FMI es que no existe un régi-

men cambiario adecuado para todos los países, en todas las circunstancias... (Continúa en la pág. 22)

## Conferencia de la American Economic Association

### Se examinan la incertidumbre económica de EE.UU., las opciones cambiarias y la globalización

**L**a conferencia anual de la American Economic Association (AEA) es quizá la reunión más grande de economistas del mundo. En este evento, que tuvo lugar en Nueva Orleans del 5 al 7 de enero, se realizaron casi 150 debates en paneles y conferencias sobre una extraordinaria serie de temas macroeconómicos y microeconómicos. En esta nota, Prakash Loungani y Sheila Meehan, del Departamento de Relaciones Externas del FMI, informan de algunos temas tratados, como la dirección de la economía de Estados Unidos, las técnicas de pronóstico, la selección de tipos de cambio y la globalización.

#### Economía de Estados Unidos: ¿Se encogerá el mapamundi?

¿Está justificado el valor de la bolsa estadounidense por los fundamentos de la economía? ¿Adquirirá la “nueva economía” carácter permanente? En medio de la desace-leración de la economía de Estados Unidos y de la caída

de las cotizaciones bursátiles, las respuestas a estos interrogantes despertarán un interés más que académico.

**Qué pasa en el mercado bursátil.** Robert Hall, de la Universidad de Stanford, sostuvo que no es preciso atribuir a los estados de ánimo pasajeros, los espíritus animales o la exuberancia irracional lo que parecen ser oscilaciones demenciales en los valores bursátiles (en relación con el PIB) y afirmó que, por el contrario, esos movimientos son congruentes con un comportamiento racional de los inversores.

Hall, que dictó la conferencia Richard T. Ely 2001, señaló que un mercado bursátil racional mide el valor de los bienes que son propiedad de las empresas, y que no sólo abarcan el capital físico. Una parte mucho más importante de los bienes de las empresas son elementos “intangibles”, es decir, el cúmulo de conocimientos de la empresa o los principios de organización, que dependen cada vez más de la informática. (Continúa en la pág. 25)

#### En este número

- 21 **Visita de Köhler a Asia**
- 21 **Reunión de la American Economic Association**
- 23 **Köhler: política cambiaria**
- 29 **Aninat: China y su ingreso a la OMC**
- 32 **Drazen: economía política de la reforma**
- 34 **Tirole: reglamentación bancaria y misión del FMI**
- Y...
- 22 **Publicaciones recientes**
- 30 **Publicado en Internet**
- 31 **Acuerdos del FMI**
- 33 **Uso del crédito del FMI**
- 35 **Tasas del FMI**

(Continuación de la pág. 21) Mi conclusión es que el FMI tiene que apoyar a los países en la selección del régimen que mejor satisfaga sus necesidades, teniendo en cuenta las conmociones a que están expuestos y la etapa de desarrollo institucional. Para muchos países, la mejor opción será un régimen de tipo de cambio flotante”.

Köhler también señaló que la desaceleración de la economía de Estados Unidos y la lenta recuperación de Japón han elevado los riesgos de que los resultados sean inferiores a los previstos en la economía mundial, pero advirtió que “en nuestro análisis, sería una exageración embarcarnos ahora en escenarios alarmistas”. (Véase el texto traducido y editado del discurso de Köhler en la pág. 23).

La reunión de Kobe estuvo presidida por Kiichi Miyazawa, Ministro de Hacienda de Japón, y contó con la asistencia de los ministros de hacienda de 10 países de Asia, de los 15 miembros de la Unión Europea y de la Comisión Europea. En sus palabras de clausura, Miyazawa encomió las mejoras de las perspectivas de crecimiento a largo plazo de Europa y Asia en los dos últimos años pero advirtió que había un mayor riesgo de deterioro de la economía mundial. Los ministros renovaron su compromiso de procurar afianzar sus economías y reducir la vulnerabilidad a los embates externos. Los ministros también deliberaron sobre la volatilidad de los precios del petróleo y coincidieron en que era crucial garantizar un mercado de energía estable para propiciar el crecimiento económico a largo plazo.

### Deliberaciones en Singapur

Köhler inició su visita a Asia en Singapur, el 10 de enero, ocasión en que se reunió con Goh Chok Tong, Primer Ministro, Lee Kuan Yew, Jefe de Gabinete y Lee Hsien Loong, Viceprimer Ministro, así como con altos representantes de instituciones financieras de Japón, Corea, China y la RAE de Hong Kong, Malasia, Tailandia y

Singapur, para examinar el progreso económico de Asia y el papel del sector privado en la prevención de crisis financieras. Tras la reunión, Thomas Dawson, Director de Relaciones Externas del FMI, expresó que “las conversaciones se centraron en torno a las perspectivas económicas de la región, el ritmo de la reestructuración financiera y la constante necesidad de una cooperación más estrecha entre el FMI y el sector financiero. Con el telón de fondo de la importante incidencia de los mercados de capitales privados en el fomento de la inversión y el crecimiento en el mundo, los participantes señalaron la importancia de que el FMI y el sector privado actúen de consuno en la prevención y solución de las crisis.”

### Oficina en la RAE de Hong Kong

En el discurso de inauguración de la dependencia de la oficina del representante residente en la RAE de Hong Kong, el 11 de enero, Köhler dijo que se reflejaban las características singulares y la posición estratégica de Hong Kong en los mercados financieros mundiales. “Esta oficina cumplirá una función importante en el fomento y mantenimiento de un diálogo con la comunidad financiera internacional”, agregando que “en el proceso, se facilitará la contribución del FMI y de los mercados de capitales privados a la estabilidad del sistema financiero internacional”. (Nota informativa No. 01/05, 11 de enero; el texto en inglés del discurso puede consultarse en el sitio del FMI en Internet: [www.imf.org](http://www.imf.org)). Liu Tinghuan, Vicegobernador del Banco Popular de China, encabezó una delegación que viajó de Beijing para la inauguración.

En Hong Kong, Köhler también se reunió con altos funcionarios de gobierno, entre ellos Tung Chee Hwa, Jefe de Gobierno; Donald Tsang, Secretario de Hacienda; Joseph Yam, Jefe Ejecutivo de la Autoridad Monetaria de Hong Kong y Stephen Ip, Secretario de Servicios Financieros. ■

## Publicaciones recientes

### IMF Staff Country Reports (Informes del FMI sobre las economías nacionales US\$15)

01/05: Zimbabwe: 2000 Article IV Consultation  
 01/06: Haiti: 2000 Article IV Consultation and Staff-Monitored Program for FY 2000/01  
 01/07: Federal Republic of Yugoslavia: Membership and Request for Emergency Postconflict Assistance  
 01/08: Bosnia and Herzegovina: Fourth and Fifth Review Under the Stand-By Arrangement and Requests for Extension and Rephasing of the Arrangement

01/09: St. Kitts and Nevis: 2000 Article IV Consultation  
 01/10: Brazil: Selected Issues and Statistical Appendix  
 01/11: Pakistan: Selected Issues and Statistical Appendix  
 01/12: Colombia: First Review of the Extended Arrangement  
 01/13: Zimbabwe: Recent Economic Developments, Selected Issues, and Statistical Appendix  
 01/14: Estonia: Second Review Under the Stand-By Arrangement

Los pedidos deben dirigirse a: IMF Publication Services, Box X2001, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU.  
 Tel.: (202) 623-7430; fax: (202) 623-7201; correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

En el sitio [www.imf.org](http://www.imf.org) se publica información en inglés sobre el FMI. En [www.imf.org/external/spa/index.htm](http://www.imf.org/external/spa/index.htm) se presenta una selección de documentos en español, entre ellos los textos completos del *Boletín del FMI*, el suplemento anual del *Boletín del FMI* y la revista *Finanzas & Desarrollo*.

## Köhler examina los desafíos de la globalización para la política cambiaria

**S**e publican a continuación fragmentos traducidos de la intervención de Horst Köhler, Director Gerente del FMI, en la Reunión de Ministros de Hacienda de Asia y Europa, celebrada en Kobe, Japón, el 13 de enero. El texto completo en inglés puede consultarse en el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

Resulta claro que la gran expansión económica mundial de los dos últimos años está perdiendo impulso, en gran parte debido al aumento de los precios del petróleo y a lo que sucedió en los países industrializados. En particular, la desaceleración de la economía de Estados Unidos y la lenta recuperación de Japón han elevado los riesgos de que los resultados sean inferiores a los previstos en la economía mundial, pero sería una exageración embarcarnos ahora en escenarios alarmistas. La reciente reducción de las principales tasas de interés de Estados Unidos fue una medida oportuna para ayudar a lograr un aterrizaje suave de esa economía y fortalecer las perspectivas de crecimiento mundial. De ser necesario, Estados Unidos tiene margen de maniobra en los frentes monetario y fiscal. En Europa, han mejorado los fundamentos económicos y las reformas tributarias están entrando en vigencia en el momento oportuno. Pero Europa y Japón pueden y deben ir más allá en la promoción de un crecimiento sostenido y, con ello, fortalecer la confianza de los inversionistas en la economía mundial. La clave para ello radica en la profundización y aceleración de las reformas estructurales, poniendo especial atención a la reestructuración de los sectores empresarial y financiero de Japón, y a las reformas del mercado de trabajo y las jubilaciones en Europa. Además, la comunidad internacional en general deberá fomentar la confianza de los inversionistas, inclusive en la región de Asia, emprendiendo una nueva ronda de negociaciones de la OMC para impulsar el libre comercio.

### Política cambiaria

Desde la desaparición del sistema de paridades fijas de Bretton Woods, a comienzos de los años setenta, ha habido gran interés por explorar las posibilidades de una mayor estabilidad cambiaria entre las tres principales monedas. En particular, desde la creación del euro, se ha renovado el interés por la posible adopción de zonas con metas cambiarias. Debemos reconocer que el entorno global es hoy aún menos hospitalario para un sistema de ese tipo que hace 25 años. En términos realistas, no existe alternativa a los tipos de cambio flotante entre las tres principales monedas.

La subvaluación del euro (y la consiguiente sobrevaluación del dólar de EE.UU.) tal vez haya impulsado las exportaciones europeas, pero también ha plantea-

do problemas, inclusive para los mercados emergentes de Asia y América Latina. Lo estimulante es que se inició una reversión, sobre todo, gracias a los mejores resultados económicos de Europa y a la desaceleración del crecimiento de Estados Unidos. El Banco Central Europeo actuó correctamente al aclarar que un euro muy subvaluado era inaceptable y sus intervenciones demostraron su madurez institucional. Los mercados han tomado nota de ello. Pero también sabemos que la intervención no puede modificar las tendencias del mercado; por tanto, tiene que ser muy selectiva y, en última instancia, bien coordinada. Aunque sería imprudente concertar compromisos formales sobre niveles determinados de tipos o gamas de cambio, los países miembros del FMI más importantes tienen la responsabilidad de utilizar todas las posibilidades de una coordinación efectiva de las políticas para reducir la variabilidad cambiaria y evitar el riesgo de desajustes.

Después de la crisis de Asia, muchos países de mercados emergentes han adoptado sistemas de flotación dirigida y una serie de países siguen manteniendo tipos de cambio fijos. La experiencia ha demostrado que los mercados pueden poner de repente a prueba un régimen cambiario muy dirigido o con una paridad ineludiblemente fija con otra moneda, y que puede ser costoso defenderlos o eliminarlos en forma desordenada. En esencia, no hay margen para el error. Los países que optan por ese sistema deben aplicar indefectiblemente políticas macroeconómicas sólidas y ser plenamente conscientes de los costos conexos, incluida la posibilidad de que, en circunstancias de grave presión de los mercados financieros, sea necesario aplicar tasas de interés demasiado elevadas. Además, las instituciones financieras y las empresas nacionales deben estar bien preparadas para sobrevivir a esos ajustes de la política.

En general, un sistema flotante deja más margen para los errores de política y es, por tanto, una solución más segura para la mayoría de los países. Con esto no quiero decir que al adoptar este sistema las autoridades tengan que ser indiferentes al comportamiento del tipo de cambio; en realidad, en algunas circunstancias puede ser pertinente ajustar la política monetaria en respuesta a la evolución externa. Pero con un tipo flotante, no es necesario arriesgar un drenaje insostenible de las reservas en divisas para defender una meta cambiaria. Por otra parte, el país puede aplicar una política monetaria más independiente y recibir importantes señales de los mercados de divisas sobre la solidez de sus políticas. Sin duda, la flotación no es la panacea; exige otra ancla para la política monetaria y las expectativas de inflación, como las

Los países miembros del FMI más importantes tienen la responsabilidad de utilizar todas las posibilidades de una coordinación efectiva de las políticas para reducir la variabilidad cambiaria.

—Horst Köhler



fijación de metas explícitas de inflación. Y los países pueden aún enfrentar opciones difíciles, especialmente si se producen oscilaciones sustanciales en los flujos de capitales internacionales. Aún así, la ausencia de una meta cambiaria ofrece un importante margen de maniobra para la gestión de la política económica interna y para hacer frente a las perturbaciones externas.

### Controles de capital y liberalización de la cuenta de capital

No debe sorprendernos que las recientes crisis financieras de los mercados emergentes hayan reavivado el análisis de los méritos de los controles del capital. La experiencia anterior de Chile, por ejemplo, confirmó que el uso prudente de los controles a la afluencia de capital a corto plazo puede ayudar a evitar una acumulación excesiva de deuda. En el caso de Malasia, que adoptó controles a las salidas de capital en el contexto de la crisis financiera de Asia, los indicios no son claros. En algunos otros países, el efecto de los controles del capital ha sido claramente negativo. En particular, cuando los controles se utilizan como sustituto del necesario ajuste o del desarrollo institucional, reducen el potencial de crecimiento del país, crean incentivos para la corrupción y la evasión e impiden el acceso al

capital extranjero sin corregir la vulnerabilidad económica de fondo. Por esta razón, inclusive los controles a los ingresos a corto plazo deben emplearse en apoyo de políticas sólidas y en conjunción con una estrategia de salida y un cronograma para su eliminación. Dada la

heterogénea experiencia recogida, creo necesario realizar nuevos estudios para evaluar los costos y beneficios de los controles de capital en circunstancias particulares. Pero no debemos confundirnos: a mi juicio, la integración en la economía global es un desafío, pero, a largo plazo, obviamente ofrece mejores perspectivas de crecimiento y prosperidad.

En particular, los beneficios de una integración cuidadosamente preparada en el sistema financiero mundial superan con creces a los riesgos. Pero también debemos recoger la experiencia de las crisis recientes de los mercados emergentes, que en algunos casos liberalizaron demasiado rápidamente la cuenta de capital. El manejo prudente de los flujos volátiles de capitales internacionales exige sólidos sistemas financieros internos, una adecuada supervisión y reglas de prudencia, y una buena capacidad para la gestión del riesgo en bancos y empresas, reforzada por una mayor transparencia y disciplina en el mercado. Es importante establecer estas condiciones previas, en la medida de lo posible, antes de abrir totalmente la cuenta de capital.

### Cooperación regional

La cooperación e integración regionales pueden contribuir significativamente a la incorporación de los países al comercio y a los sistemas financieros mundiales. La cooperación regional en Asia ha adquirido recientemente nuevo impulso como forma de enfrentar los desafíos de la globalización. Creo que esto es natural y positivo. A través de la iniciativa de Chiang Mai, los países de la ASEAN+3 (los países miembros de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental más China, Japón y Corea) han propuesto fortalecer la cooperación financiera regional mediante la expansión de la red de servicios de swap. Celebro esta iniciativa y espero que la hagan efectiva. Considero que este mecanismo es complementario de la asistencia financiera del FMI a los países miembros de la región que emprenden tareas de ajuste y espero que podamos pronto definir las modalidades de nuestra cooperación en torno a esta cuestión tan importante.

### Unión Económica y Monetaria europea

La Unión Europea representa un proceso de integración regional de vasto alcance, impulsado en un principio por fuertes razones políticas, especialmente el deseo de fomentar la paz y la estabilidad en una región devastada por la Segunda Guerra Mundial.

No cabe duda de que este proceso ha contribuido a crear riqueza y estabilidad en Europa. Pero la turbulencia del mecanismo de tipos de cambio (MTC) en 1992 y 1993 —que llevó al Reino Unido a abandonar el sistema e hizo necesario ampliar la banda cambiaria de tipos fijos pero ajustables— fue un elocuente recordatorio de que los procesos de integración monetaria progresiva tienen que fundarse en una sólida convergencia de las políticas y los resultados económicos nacionales. Personalmente, sigo creyendo que, a largo plazo, la unión monetaria de Europa tiene que cimentarse en alguna forma de unión política, en la que los países miembros estén dispuestos a actuar de consuno en torno a una gama más amplia de políticas. El proceso de integración de Europa obviamente no ha terminado y aún no se sabe cual será el resultado final.

No estoy sugiriendo que la experiencia europea sea un modelo para Asia. La evolución regional de Asia debe estar impulsada por su propia dinámica política y su singular trayectoria histórica. Pero los perfiles comerciales y la geografía permiten razonablemente pensar en la creación de un mercado interno asiático como posible etapa futura de la cooperación regional. ¿Y por qué no ha de ser esta la base de una mayor integración monetaria, si eso es lo que desean los pueblos de Asia? ■



*Kiichi Miyazawa, Ministro de Hacienda de Japón (segundo de la der., primera fila), saluda a sus homónimos de Asia y Europa en la conferencia ministerial de la ASEM en Kobe.*

**Fotos:** Toshifumi Kitamura de AFP, pág. 21; Eriko Suita de Reuters, pág. 24; Denio Zara, Padraic Hughes, Pedro Márquez y Michael Spiloto del FMI, págs. 25–29, 33, y 36.

## La AEA discute la fiabilidad de los pronósticos

(Continuación de la pág. 21) La valoración del capital electrónico es difícil, observa Hall, puesto que se trata de un fenómeno relativamente nuevo y los inversionistas no pueden efectuar comparaciones con empresas similares. Este es un problema, no sólo para la valoración de Yahoo, por ejemplo, sino también de minoristas como Wal-Mart. Inclusive las empresas “más mundanas” poseen hoy más intangibles que capital físico.

La dificultad de discernir el rendimiento futuro, sumada al crecimiento fenomenal de las ganancias de empresas como eBay, crea una situación en que las valoraciones del mercado bursátil son elevadas pero volátiles.

**Nueva economía: ¿Viejos riesgos?** Un panel al que se encomendó “trazar el rumbo en la nueva economía”, tal vez ineludiblemente, miraba al mismo tiempo hacia los últimos años y hacia las posibles repercusiones de un aterrizaje forzoso. Robert Gordon, de la Universidad Northwestern, fue el escéptico del panel, descartando el concepto de nueva economía como el producto infeliz de una argumentación circular y una moda prodigiosa, y postuló la vigencia absoluta de la Curva de Phillips, argumentando, entre otras cosas, que “lo bueno de los años ochenta había contribuido a contener la inflación en los noventa”.

Entre el resto de panelistas, la nueva economía tuvo sus fieles. Según Martin Baily, del Consejo de Asesores Económicos de Estados Unidos, los extraordinarios resultados de la economía se vinculan a la evolución de la tecnología de la información, y los datos recientes aportan indicios de que la aceleración de la productividad laboral es ahora un hecho en los sectores de servicios y manufacturas.

William Nordhaus, de la Universidad de Yale, subrayando la importancia de la tecnología de la información, citó la velocidad sin precedentes en el desarrollo de la informática y señaló el sorprendente aumento del 50% anual en la velocidad de las comunicaciones electrónicas. Observó que el costo de adquirir conocimiento se ha reducido extraordinariamente, y el ritmo de difusión del conocimiento se ha multiplicado, pero que no detecta signos de variación en el ritmo de generación de nuevos conocimientos.

Paul Krugman, de Princeton, que desde el principio se presentó como un “gran escéptico”, afirmó que le era muy difícil aceptar la explicación ofertista según la cual únicamente los choques favorables habían alimentado los sólidos resultados de la economía de Estados Unidos a fines de los años de 1990. Se preguntó, entonces, si tendría que prestar más atención al pesimismo actual y si Estados Unidos de 2001 era el Japón de 1990, contestándose que en buena medida, el pesimismo reciente parece tener origen en círculos financieros y no empresariales.

Para Gordon, Estados Unidos no será Japón, pero se mostró muy preocupado ante la posibilidad de que el actual círculo virtuoso sea sustituido por un círculo vicioso. Señaló que la economía estadounidense tiene

problemas derivados de una serie de razones de la vieja economía, entre otras, la subida de los precios de la energía (“esto no es nada frente a lo que vendrá”), el dólar, que pende de un hilo, y el aumento en las primas de los seguros médicos.

### La bola de cristal

La cuestión está entre la recesión y un aterrizaje suave. Pero ese no es el único problema que enfrentan la economía de Estados Unidos y las autoridades. Una serie de paneles examinaron instrumentos de pronóstico y las opiniones de los economistas más expertos sobre momentos como éste.

**Pronósticos económicos y bursátiles.** El debate académico sobre los temas más vastos continuará, pero las empresas y los encargados de diseñar las políticas enfrentan la tarea inmediata de pronosticar el alcance de la evidente desaceleración económica y de determinar si las caídas del mercado bursátil presagian algo peor. El tema de un panel presidido por Clive Granger, de la Universidad de California, San Diego, era determinar la fiabilidad de las previsiones del crecimiento del PIB y de las utilidades de las empresas. Prakash Loungani, del FMI, sugirió que, si de algo sirve la experiencia, los pronósticos permiten reconocer que estamos en medio de una desaceleración pero subestiman su gravedad. En realidad, la historia del pronóstico de las recesiones registra un fracaso prácticamente perfecto.

¿Por qué no se predicen las recesiones? Una de las razones podría ser que quienes realizan los pronósticos prefieren ubicarse en torno a una predicción común, sin apartarse de la opinión generalizada. Granger presentó pruebas de que quienes formulan los pronósticos tienden a ubicarse en el término medio o el consenso; en particular, las previsiones de crecimiento individuales están muy influenciadas por las previsiones de consenso del mes anterior. Esta conducta imitativa puede a veces llevar a que el consenso converja con un valor alejado del valor meta o real.

Dan Bernhardt, de la Universidad de Illinois, y Edward Kutsoati, de la Universidad de Tufts, señalaron que los pronósticos de utilidades de las empresas están menos afectados por esta tendencia a ubicarse en torno a un consenso. Los participantes en la sesión sugirieron que los pronósticos de utilidades y variables financieras se traducen en decisiones sobre compra y venta de determinadas acciones. De manera que la reputación y remuneración de quien formula las previsiones están más directamente relacionadas con los resultados de su recomendación. En el caso de quienes pronostican el crecimiento, en que es más tenue el vínculo entre el pronóstico y la decisión en él basada, quienes formulan las previsiones tienen menos incentivos para diferenciar su producto y pueden tratar de aprovechar las opiniones de otros, con lo que se produce el consenso que describía Granger.



Robert Hall



Martin Baily



Paul Krugman



Prakash Loungani



Rudiger Dornbusch

*Los precios del petróleo y las perspectivas económicas.* Las oscilaciones de los precios del petróleo de los últimos dos años han complicado la evaluación de las perspectivas económicas. En una sesión organizada por la International Association of Energy Economists, Loungani y Mine Yucel, del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos en Dallas, destacaron que en los últimos años se atenuaron los efectos del petróleo en la macroeconomía, en particular, el desempleo. En otras palabras, parecería que “las crisis del petróleo” no causan las perturbaciones económicas de antes. Los participantes en la sesión, incluido Allan Brunner, del FMI, especularon en torno a si ello se debía a cambios estructurales en los mercados de energía y en la dependencia del petróleo, a cambios en la manera en que la Reserva Federal de Estados Unidos responde a las crisis petroleras, o a diferencias en las características de las crisis. Loungani sugirió que las recientes crisis del petróleo no tuvieron los mismos efectos que las anteriores en la macroeconomía, porque no se vinculaban a una posible amenaza de grandes convulsiones en la oferta.



Robert Mundell

**Regímenes cambiarios: ¿Vale todo?**

En los últimos treinta años, los países han experimentado con una gran variedad de regímenes cambiarios. ¿Qué hemos aprendido?

**Panel de la AEA analiza la reforma de las instituciones de Bretton Woods**

A más de un año de la publicación del “Informe Meltzer” (las conclusiones de la Comisión Asesora sobre Instituciones Financieras autorizada por el Congreso de Estados Unidos), Allan Meltzer, de la Universidad Carnegie Mellon, pidió a los coautores del informe, prominentes críticos y a Stanley Fischer, Primer Subdirector Gerente del FMI, que deliberaran en torno a la reforma de las instituciones de Bretton Woods. Buena parte del debate se centró en el FMI.

Meltzer, que presidió el panel de la AEA, encomió al FMI por las medidas recientes para reducir el número de servicios financieros, mejorar los mecanismos de préstamos precautorios y fomentar la transparencia. Pero reiteró su preocupación ante el hecho de que, frente a las crisis de los años noventa, el FMI se haya apartado sustancialmente de su mandato transformándose en prestamista de primera instancia y, haya terminado por rescatar a todo el mundo. El FMI, dijo, debe dejar que los países dispendiosos caigan en mora y que los prestamistas asuman sus pérdidas. Señaló que lamentaba que el FMI no hubiese aceptado en todos sus términos la lógica del Informe Meltzer y citó sus recientes empeños en Turquía y Argentina como prueba de que la institución no tomó debidamente en cuenta las críticas del informe.

Charles Calomiris de la Universidad de Columbia, sugirió que en las deliberaciones sobre la reforma del FMI se distinguen dos tipos de debate: uno centrado en los medios y objetivos, y otro más amplio e importante, para determinar si el FMI y el Banco Mundial deben servir de instrumentos de la política exterior de



Stanley Fischer

*¿Evitar el término medio?* Al dictar la Honorable Conferencia sobre Economía en el Gobierno, Stanley Fischer, Primer Subdirector Gerente del FMI, observó que los países empezaron a evitar los regímenes intermedios entre los tipos fijo y flotante, pero no por la prédica del FMI o del Tesoro de Estados Unidos, como algunos sugieren, sino porque han demostrado ser insostenibles.

Fischer insiste en que la decisión debe tomarse en cada caso. La paridad estricta con otra moneda, observó, tiene más sentido en países con una larga historia de inestabilidad monetaria o para los estrechamente integrados a otro país o grupo de economías. También puede ser útil en situaciones de gran inflación, pero debe instituirse una estrategia para abandonar la paridad durante el proceso de desinflación. Según Fischer, para los países que avanzan hacia una mayor flexibilidad cambiaria, puede ser conveniente una estrategia de fijación de metas de inflación. En ese contexto se tienen en cuenta las variaciones del tipo de cambio en la medida en que se prevea que pueden afectar la inflación futura. Otro régimen de mayor flexibilidad cambiaria es el de bandas anchas ajustables, dentro de las cuales se permite la flotación del tipo de cambio, aunque Fischer afirma que “no está del todo claro” por qué este sistema es preferible al de la estrategia de metas de inflación.

Estados Unidos y del Grupo de los Siete. Adujo que las limitaciones que había recomendado el Informe Meltzer —el respeto a la soberanía, la distinción de tareas entre estas organizaciones, límites creíbles en sus objetivos, una evaluación externa efectiva, una contabilidad transparente y una distribución equitativa de la carga entre los países— impedirían el uso de los organismos como instrumentos ad hoc de política exterior, por lo cual habían suscitado una feroz resistencia del Tesoro de Estados Unidos y del G-7. Si no se restringen los préstamos a objetivos económicos, advirtió, se socavará la credibilidad de estas instituciones y se subvertirá la supervisión del Congreso de Estados Unidos. Los problemas específicos que requieren una reforma, explicó Calomiris, son, entre otros, los insatisfactorios antecedentes de la institución en cuanto a la condicionalidad; las “semanas y meses” que lleva la negociación de programas con países que enfrentan crisis de liquidez; los enormes costos de los rescates financieros, que son financiados por la ciudadanía y operaciones que, a su juicio, siguen resistiendo la rendición de cuentas y la transparencia, en especial, un engorroso sistema contable. Joseph Stiglitz, ex Economista Principal del Banco Mundial, actualmente en la Universidad de Stanford, sostuvo que el FMI y el Banco Mundial son, en efecto, instituciones políticas y sugirió que el Informe Meltzer no profundizó lo suficiente en cuestiones de gobernabilidad de estas instituciones. Asimismo, cuestionó lo que denominó el carácter antidemocrático de asignar el número de votos en función del PIB.

Fischer mencionó las esferas en las que coincidía con el Informe Meltzer —en particular, los objetivos básicos del FMI y la necesidad de los préstamos precautorios— pero subrayó que había aspectos serios en los que estaba en desacuerdo. Señaló

**Mundell y los regímenes cambiarios.** El tema de los regímenes cambiarios también fue central en el almuerzo de homenaje a Robert Mundell. Andrew Rose, de la Universidad de California, Berkeley, se preguntó por qué Mundell ha estado a favor del euro, dado que la zona del euro no satisface muchos de los propios criterios de Mundell de una zona monetaria óptima. Rose reconoció que la zona del euro contaba con el respaldo de Mundell por dos razones. La primera es que el establecimiento de una zona monetaria común puede determinar enormes ahorros en costos de transacción y la expansión del comercio; ello puede hacer que valga la pena el riesgo de ingresar en lo que puede ser una zona monetaria insostenible. Y, segundo, los criterios para una zona monetaria óptima son “endógenos”. Por ejemplo —señaló— el establecimiento de una zona monetaria puede impulsar la movilidad laboral, uno de los criterios para el éxito de una zona monetaria.

Rudiger Dornbusch planteó la inquietud de si el respaldo de Mundell al patrón oro como régimen cambiario debía tomarse en serio o si se trataba simplemente de una provocación. Mundell respondió que fue sólo mediante el patrón oro que el mundo logró la unidad monetaria sin unidad política. Mundell recomendó avanzar en el futuro hacia una única moneda mundial; al respecto explicó a los participantes que el número de monedas óptimo para el mundo, al

igual que el número de dioses, “debería ser impar, preferiblemente, inferior a tres”.

### Crisis financieras

Las numerosas crisis de la década pasada siguen impulsando a los investigadores a estudiar la naturaleza y el origen de las crisis financieras y la búsqueda de sistemas efectivos de “alerta anticipada” y de respuestas de política adecuadas.

**Sistemas de alerta anticipada.** Hali Edison, del FMI, ofreció una guía de las publicaciones sobre el tema. Una evaluación de los principales sistemas de alerta anticipada la llevó a la conclusión de que, aunque no son a toda prueba, ofrecen un instrumento de diagnóstico útil para predecir crisis. Steven Kamin, de la Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos, presentó un sistema de alerta anticipada orientado a la identificación de la incidencia de los factores internos y externos en las crisis de los mercados emergentes. Kamin comprobó que, si bien las crisis se deben básicamente a factores internos, las conmociones externas son un factor secundario sustancial.

**¿Cómo se propagan las crisis?** En un panel presidido por Beatrice Weder, de la Universidad de Basilea, se investigó la incidencia de cuatro vías de contagio. Sergio Schmukler, del Banco Mundial, al presentar un trabajo que elaboró en colaboración con Graciela Kaminsky y Richard Lyons, examinó los crecientes

que la relación entre la política y la toma de decisiones en las instituciones financieras internacionales eran más complicadas de lo que planteaba Calomiris y que esas instituciones fueron estructuradas como respuesta a los horrores de la Gran Depresión y de la Segunda Guerra Mundial. Agregó que “viviríamos en un mundo diferente si no tuviéramos un sistema económico internacional que aporta los beneficios de la estabilidad a los países que participan en él sobre la base de normas establecidas por consentimiento mutuo”.

Fischer subrayó la rendición de cuentas que ya realiza el FMI frente a los países miembros a través del Directorio Ejecutivo. Algunas decisiones del FMI tienen inevitablemente un elemento político, y esa es una de las razones por las que la responsabilización de la gerencia y de los funcionarios ante los países miembros es crucial. Esa responsabilización, afirmó, tiene lugar por intermedio del Directorio Ejecutivo, que representa a los 183 gobiernos miembros, y rara vez el FMI toma alguna medida sin contar con el apoyo prácticamente unánime de su Directorio.

El FMI reúne recursos proporcionales de sus países miembros y el número de votos de cada uno refleja su participación financiera en la institución. “A mí me parece”, señaló, “un sistema totalmente apropiado para una institución financiera”.

En cuanto a la condicionalidad, Fischer sugirió que sería más preciso decir que en la mayoría de los casos los países cumplen prácticamente todas las condiciones incorporadas a los préstamos del FMI. Los exámenes integrados a los préstamos del FMI abordan una cuestión natural: las circunstancias cambian y a veces las condiciones tienen que eliminarse ante esos cambios de circunstancias. Y en cuanto al carácter bizantino del sistema contable que

utilizaba el FMI, Fischer se manifestó totalmente de acuerdo. El Informe Meltzer formuló una crítica justa y útil a la transparencia del financiamiento del FMI, pero ese sistema ha sido reformado. “Hasta yo entiendo las cuentas”, agregó. Y las negociaciones en tiempos de crisis no llevan semanas ni meses; en Corea y en otras partes, se han realizado en cuestión de días.

Por último, Fischer impugnó la afirmación de las exposiciones de Calomiris y de Meltzer de que el FMI rescata a todo el mundo. Simplemente, no es verdad; muchos inversionistas en mercados emergentes han asumido abultadas pérdidas. Incluso es ingenuo pensar que existe una solución ideal en la que todos los ciudadanos estén protegidos y las partes responsables asuman el costo total de sus errores. Si un país cae en mora o se derrumba un sistema bancario, explicó Fischer, se producen pérdidas para todos hasta que se enderezan las cosas. Los préstamos del FMI no pueden ni pretenden evitar todas las pérdidas, pero pueden reducir los costos del ajuste en esos países. El propósito de los préstamos del FMI en momentos de crisis es ofrecer una red de protección a los ciudadanos. En Corea, por ejemplo, los fondos se transfirieron a los depositantes y no a los propietarios de los bancos.

Fischer rechazó también con firmeza el concepto según el cual dejar que los países caigan en mora hará que introduzcan las reformas deseadas. Las crisis no siempre dan lugar a reformas, observó, y dejar que un país falle y enfrente las consecuencias no es la mejor manera de fomentar políticas económicas más adecuadas, agregando que, en verdad, le preocupan los críticos a quienes “les resulta demasiado fácil soportar las penurias de los demás”.



Hali Edison



Caroline van Rijckeghem

efectos de los fondos comunes de inversión en los mercados emergentes. La inversión en fondos comunes es volátil en el tiempo y durante las crisis, y los retiros masivos después de las crisis (especialmente en Corea y Colombia) se debieron básicamente a la fragilidad del país.

Para calibrar los efectos de los vínculos comerciales en la propagación de las crisis, Kristin Forbes, del MIT, se concentró en tres posibles conductos y comprobó la existencia de efectos negativos sustanciales en términos de competitividad y de ingreso, y de efectos positivos, menos sustanciales, en la negociación. Caroline van Rijckeghem, del FMI, al resumir un estudio elaborado conjuntamente con Weder, planteó la posibilidad de que la crisis se propagara cuando los bancos, en respuesta a un problema, reducían su riesgo en otras esferas. Existen indicios sólidos de esta relación en las crisis de México y Tailandia —señaló— y una relación insignificante en el caso de la crisis de Rusia.



Michael Mussa

Isabel Goedde, de la Universidad de Mannheim, en un trabajo escrito con Giovanni Dell-Ariccia y Jeromin Zettelmeyer, del FMI, examina el comportamiento de los inversionistas cuando Rusia no fue rescatada en agosto de 1998. Se comportaron con mayor cautela, incrementando significativamente el contagio a la mayoría de los mercados emergentes, sobre todo a aquéllos con fundamentos poco sólidos. Esto sugiere que había un riesgo moral antes de la crisis rusa o que un financiamiento más selectivo en épocas de crisis elevó la profundidad o probabilidad de crisis futuras en algunos países, o ambas cosas.

**Respuestas de política.** John Fernald, del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos en Chicago (en un trabajo conjunto con Loungani) se preguntó si la respuesta de política de China durante la crisis de Asia de 1997–98 ofrecía un modelo para que otros países contrarrestaran los efectos de contagio en crisis futuras. Muchos esperaban que China sucumbiera a la crisis de Asia, explicó Fernald, debido a los posibles efectos adversos en sus exportaciones a raíz de la devaluación real de los países vecinos y dado que su sistema financiero padecía muchas de las fragilidades de los países asiáticos en crisis. Pero esos temores no se materializaron. La competencia entre China y las economías asiáticas en crisis fue mucho menos adversa que lo previsto. Y el sector financiero chino quedó aislado de las presiones de ajuste, pese a las fragilidades de los balances, merced al apoyo del gobierno.



Joseph Stiglitz

### La globalización y el descontento

Dominick Salvatore, de la Universidad de Fordham, reunió a un distinguido panel para examinar las repercusiones de un proceso que trae consigo cambios extraordinarios pero crea gran angustia. Salvatore explicó por qué se volvió tan competitiva en los últimos años la economía de Estados Unidos, citando la apertura al comercio y la inversión, la eficacia de los mercados de capital y el alto nivel de excelencia en la gestión, la ciencia y la tecnología.



Jagdish Bhagwati

Mussa se encargó de ponderar los beneficios y riesgos de la apertura de la cuenta de capital. Señaló que la misma lógica que favorece la liberalización del comercio, favorece la apertura de las cuentas de capital, pese a reconocer que los mercados de capital son más susceptibles a las distorsiones y a los cambios repentinos en las percepciones de los inversionistas. Lo que ahora hay que preguntarse —dijo— no es si conviene o no liberalizar las cuentas de capital, sino cómo hacerlo con prudencia. Obviamente, la mayoría de los países desean abrir sus cuentas de capital. Quienes perdieron acceso a los mercados de capital, procuran recuperarlo y los que no lo tienen, se empeñan en obtenerlo. Los riesgos que ello comporta pueden atenuarse —dice Mussa— con una gestión responsable de la deuda (sobre todo, de la deuda a corto plazo y denominada en moneda extranjera) y la creación de un contexto normativo efectivo.

La globalización se puede hacer bien —sugirió Joseph Stiglitz, de la Universidad de Stanford— o se puede hacer mal. En Asia oriental lo hicieron bien —agregó— salvaron la brecha de conocimientos, compartieron la inversión y pusieron el acento en el comercio, a la vez que optaron por no eliminar los obstáculos al comercio y no liberalizar el mercado de capital. Por su parte, el modelo del “consenso de Washington” lo hizo mal, porque al propugnar la liberalización de la cuenta de capital, en beneficio de Wall Street, estimuló la total liberalización del comercio, sin una gestión del riesgo adecuada, y apoyó políticas que socavaron la cohesión social y beneficiaron a las elites políticas.

Jagdish Bhagwati, de la Universidad de Columbia, sostuvo que la globalización es básicamente una fuerza positiva, pero que en muchos casos carece de un rostro humano. A medida que avanza —señaló— habrá que ir repensando las instituciones nacionales e internacionales. Pero los países y la sociedad civil también tendrán que repensar los medios que utilizan para corregir las injusticias. Le preocupa, por otra parte, que las sanciones comerciales y las cláusulas sociales puedan poner en peligro el futuro de la Organización Mundial del Comercio.

Paul Romer, de la Universidad de Stanford, se preguntó por qué existe tanta animosidad frente a la globalización, si ésta puede acelerar el crecimiento en las economías más importantes y ofrece enormes oportunidades de avance en los países pobres. Y respondió que, en parte, ello se debe a que con frecuencia se asocia un mayor crecimiento a un mayor deterioro ambiental. Esa correlación es falsa —dijo— pero es importante que los economistas se esfuercen en explicar los beneficios del crecimiento y en desmitificar el funcionamiento de los mercados. Romer los exhortó a tomar conciencia de los posibles daños colaterales al debatir las opciones de política, porque se corre el riesgo de que se no se cumplan las metas más amplias si la población malinterpreta las diferencias en torno a los detalles como una condena a toda la globalización. ■

## Aninat exhorta a China a que siga preparando sus empresas para la competencia mundial

**S**e publican a continuación fragmentos traducidos del discurso pronunciado por Eduardo Aninat, Subdirector Gerente del FMI, ante el Segundo Foro sobre la Globalización, de la Fundación para la Cooperación en la Globalización, que tuvo lugar en la ciudad de Sanya, isla de Hainan, China, el 14 de enero.

Este es un momento clave en el extraordinario desarrollo de China. En los meses y años venideros, China tendrá que tomar decisiones que determinarán la eficacia con la que se seguirá integrando en el sistema mundial; ya no se trata de decidir *si se integra* o no, sino de decidir *cómo* lo hace.

La globalización ofrece enormes beneficios merced a una mayor productividad y mejores niveles de vida, pero también plantea desafíos colosales: navegar en mercados de capitales volátiles y asegurar que los beneficios de la economía globalizada sean compartidos por todos. En última instancia, China, al igual que todos los países, tiene que encontrar su propio camino, fiel a su cultura y a sus instituciones. El FMI y el resto de la familia de la ONU pueden contribuir creando un entorno más seguro para ese emprendimiento.

### China en el umbral

China reconoce que los beneficios de la integración a la economía global superan con creces sus costos, como lo demuestran dos décadas de reformas y un crecimiento medio cercano al 9% desde 1980, resultados extraordinarios desde cualquier punto de vista. Además, China capeó la crisis de Asia mucho mejor que la mayoría de los países de la región, gracias a una oportuna flexibilización de las políticas monetaria y fiscal, a su sólida posición externa, a un criterio prudente de liberalización de la cuenta de capital y a las reformas financieras. Las perspectivas para 2001 siguen siendo buenas, previéndose un crecimiento en torno al 7%.

Pero la economía china se encuentra ahora en un punto crucial: está lista para avanzar decisivamente en la integración a la economía global y transformarse en protagonista de la escena económica internacional. Ello queda de manifiesto en su decisión de incorporarse a la Organización Mundial del Comercio (OMC) y de que su moneda siguiera siendo un pilar de estabilidad durante la crisis financiera de Asia. Pero esta mayor responsabilidad conlleva la necesidad urgente de acelerar las reformas; en efecto, la adhesión a la OMC bien podría ser un umbral hacia una nueva generación de reformas.

La decisión que tome China de imprimir mayor apertura a su economía daría más eficiencia a su industria nacional, impulsaría la creación del marco jurídico y normativo necesario para una economía de mercado y fomentaría la inversión extranjera directa, pero también daría lugar a importantes desajustes a corto plazo en la transición, que tal vez incluyan un mayor desempleo y

mayores disparidades de ingresos. En esta nueva etapa, sin duda aumentarán las presiones competitivas en varios de sectores (la actividad agropecuaria, la industria automotriz y ciertos sectores productivos que insumen mucho capital, como las telecomunicaciones), pero todo ello, a largo plazo, ha de conducir a buen puerto.

Por estas razones, es esencial que China siga preparando sus empresas nacionales y su sistema bancario para la competencia mundial, lo que exigirá establecer un sistema de seguridad social del Estado, fortalecer el sistema bancario y seguir liberalizando las tasas de interés. A medida que los efectos de una mayor competencia se traduzcan en avances de la eficiencia y la productividad, revirtiendo el deterioro de los últimos años, los beneficios se manifestarán en mejores niveles de vida para el pueblo chino.

¿Se beneficiará la economía china con su ingreso a la OMC? Creemos que la respuesta es afirmativa. Las exportaciones chinas se concentran en el extremo relativamente inferior de la escala de valor agregado (prendas de vestir, calzado y artefactos domésticos) pero está avanzando en sus exportaciones de alta tecnología, por lo cual, una mayor liberalización no puede sino ser beneficiosa.

Habrà, inevitablemente, efectos adversos a corto plazo en algunos sectores de la economía china, pero estos representan una pequeña porción de su producto y su comercio. Las importaciones aumentarán, pero también aumentarán sus exportaciones a medida que se hagan sentir los efectos de una mayor eficiencia de las empresas y la eliminación de las cuotas en el marco del Acuerdo de la OMC sobre los Textiles y el Vestido. Además, desde las primeras etapas, China deberá atraer una mayor inversión extranjera directa —especialmente en el sector de servicios— sin afectar sustancialmente su balanza de pagos. Lo que encierra mayores promesas de beneficios sostenidos en el ingreso real y los niveles de vida es el avance crucial en la eficiencia.

Si bien una nueva generación de reformas sin duda será beneficiosa para China, es incuestionable que los países industriales tienen que poner en práctica lo que predicen y abrir más amplia y decisivamente sus propias economías. Ellos serán los principales beneficiarios de su propia liberalización del comercio. Tendrán que liberalizar particularmente los rubros en que los países en desarrollo tienen una ventaja comparativa clara y probada (productos agrícolas, alimentos elaborados, textiles y vestido y manufacturas livianas). Una reducción mundial del 50% en las barreras comerciales generaría anualmente



*Aninat: "China está lista para avanzar decisivamente en la integración a la economía global y transformarse en protagonista de la escena económica internacional".*

para la economía mundial unos US\$400.000 millones en bienestar, de los que los países en desarrollo captarían un tercio. Es por ello que los países en desarrollo tienen que exigir una nueva ronda de negociaciones mundiales. Mientras tanto, el FMI respalda los reclamos de los países más pobres para obtener un acceso libre de derechos y de cuotas a los mercados de los países industriales y apoya la idea de que en las futuras rondas de negociaciones comerciales se dé crédito a los países en desarrollo por las medidas unilaterales que adopten.

**El FMI y la distribución de los beneficios**

Claro está que en las perspectivas económicas de China también incidirá la evolución mundial. La sostenida expansión de los dos últimos años está perdiendo impulso. Naturalmente, se preveía una desaceleración, pero ahora parecería que el crecimiento mundial será mucho menor que el previsto en la última edición de Perspectivas de la economía mundial. No obstante, la oportuna reducción de las tasas de interés dispuesta por la Reserva Federal ayudará a que la actual desaceleración de Estados Unidos conduzca a un “aterrizaje suave”, sobre todo si se tiene en cuenta que existe más margen de maniobra para las políticas monetaria y fiscal. Europa y Japón también pueden contribuir intensificando su empeño de reforma: Europa en las esferas laboral y jubilatoria, y Japón, en los sectores empresarial y financiero.

Asia en su conjunto ha logrado una extraordinaria recuperación en los dos últimos años, aunque la incertidumbre política y económica de la región y la desaceleración en el resto del mundo están socavando la confianza y las perspectivas de crecimiento futuro, todo lo cual subraya la necesidad de mantener políticas macroeconómicas de apoyo sólidas y de acelerar las reformas.

Dejando de lado las perspectivas a corto plazo, China y el resto del mundo también necesitan un entorno estable para prosperar. ¿Cómo puede contribuir el FMI?

En primer lugar, el FMI debe fomentar un crecimiento duradero y no inflacionario para todos. El acento está en un crecimiento acompañado de la adecuada inversión en capital humano, especialmente en educación y salud. El crecimiento encierra las mayores esperanzas de reducir la pobreza, y ese es el máximo desafío del desarrollo, pero el crecimiento es también fuente vital de financiamiento de desembolsos específicos en el sector social.

Segundo, el FMI debe ser el centro de competencia para la estabilidad del sistema financiero internacional. Es por ello que estamos fortaleciendo nuestra labor en los mercados de capital y los sistemas bancarios. Hemos emprendido iniciativas encaminadas a perfeccionar muchas otras instituciones, mercados y prácticas que utilizan los gobiernos, las empresas y los particulares en sus actividades económicas y financieras, y estamos repensando la manera en que supervisamos las economías nacionales y el sistema monetario mundial.

Una iniciativa particularmente promisoría emprendida con el Banco Mundial prevé un control exhaustivo de la solvencia del sector financiero de los países. Tras el éxito de un proyecto piloto que abarcó 12 países, recientemente se amplió el Programa de evaluación del sector financiero (PESF), que ahora comprende de 24 a 30 países por año.

Tercero, el FMI debe actuar en estrecho contacto con las demás instituciones internacionales creadas para proteger los bienes públicos mundiales. Cada institución tiene que concentrarse más en su esfera de competencias y responsabilidades para ser más eficiente y rendir cuentas de su quehacer. En el caso del FMI, ello significa centrarse más en el asesoramiento en materia de política monetaria, presupuestaria y cambiaria, así como en cuestiones del sector financiero, y en la supervisión del funcionamiento del sistema monetario internacional.

Desde 1989, el FMI ha brindado asistencia técnica para respaldar la reforma de China en las esferas de la gestión del gasto público, la administración y las políticas

**El FMI respalda los reclamos de los países más pobres para obtener un acceso libre de derechos y de cuotas a los mercados de los países industriales.**

—Eduardo Aninat

**Publicado en Internet, en inglés (www.imf.org)**

**Comunicados de prensa**

01/02: El FMI aprueba en principio el segundo acuerdo anual en el marco del SCLP a favor de la República Centroafricana, 10 de enero

**Notas informativas**

01/02: El FMI concluye el primer examen del programa de Benin y aprueba un crédito por US\$5 millones, 8 de enero  
 01/03: El FMI concluye el segundo examen del programa de Burkina Faso y aprueba un préstamo por US\$7 millones, 10 de enero  
 01/04: El FMI concluye el primer examen del programa de Lituania, 10 de enero  
 01/05: Horst Köhler, Director Gerente del FMI, inaugura una oficina en Hong Kong, 11 de enero

**Notas de información al público**

01/01: El FMI concluye la consulta del Artículo IV con Haití, 5 de enero

**Cartas de intención y memorandos de política económica y financiera (fecha de publicación)**

Malawi, 3 de enero

Bosnia y Herzegovina, 8 de enero  
 República Centroafricana, 10 de enero  
 Lituania, 12 de enero

**Discursos**

Palabras de Stanley Fischer, Primer Subdirector Gerente del FMI, en homenaje a Herb Stein en la conferencia de la American Economic Association, Nueva Orleans, 6 de enero  
 Discurso de Stanley Fischer, Primer Subdirector Gerente del FMI, sobre los regímenes cambiarios en la conferencia de la American Economic Association, Nueva Orleans, 6 de enero (véase la pág. 26)  
 Intervención de Horst Köhler, Director Gerente del FMI, en la inauguración de la oficina del Representante Residente del FMI en la RAE de Hong Kong, 11 de enero

**Informes sobre la observancia de normas y códigos (fecha de publicación)**

Suecia, 8 de enero  
 Azerbaiyán, 9 de enero

tributarias, la política monetaria, el sistema cambiario y las estadísticas.

Cuarto, el FMI debe ser una institución abierta y dispuesta a aprender, que se adapte a la evolución de las necesidades de los países para cumplir cada vez mejor su función. No sólo debe estar abierta a las propuestas de sus 183 gobiernos miembros, sino también acercarse a distintos grupos de organizaciones no gubernamentales, a la sociedad civil en general y al sector financiero privado.

Para terminar, quisiera mencionar la reciente propuesta del Directorio Ejecutivo del FMI de incrementar la cuota de China, tras recuperar la soberanía de Hong Kong, con lo que aumentará efectivamente su número de votos y su acceso al crédito. Cuando entre en vigencia este aumento, la cuota de China ocupará el octavo lugar. Ello constituye otro reconocimiento de la comunidad internacional a la creciente importancia de China en economía mundial. ■

## Acuerdos de derecho de giro, SAF y SCLP al 31 de diciembre de 2000

País miembro	Fecha del acuerdo	Fecha de vencimiento	Monto aprobado	Saldo no utilizado
(Millones de DEG)				
<b>Acuerdos de derecho de giro</b>				
Argentina <sup>1</sup>	10 marzo 2000	9 marzo 2003	10.585,50	8.997,67
Bosnia y Herzegovina	29 mayo 1998	29 mayo 2001	94,42	13,99
Brasil <sup>1</sup>	2 diciembre 1998	1 diciembre 2001	10.419,84	2.550,69
Ecuador	19 abril 2000	18 abril 2001	226,73	113,38
Estonia	1 marzo 2000	31 agosto 2001	29,34	29,34
Gabon	23 octubre 2000	22 abril 2002	92,58	79,36
Letonia	10 diciembre 1999	9 abril 2001	33,00	33,00
Lituania	8 marzo 2000	7 junio 2001	61,80	61,80
Nigeria	4 agosto 2000	3 agosto 2001	788,94	788,94
Pakistán	29 noviembre 2000	30 septiembre 2001	465,00	315,00
Panamá	30 junio 2000	29 marzo 2002	64,00	64,00
Papua Nueva Guinea	29 marzo 2000	28 mayo 2001	85,54	56,66
Rumania	5 agosto 1999	28 febrero 2001	400,00	260,25
Turquía <sup>1</sup>	22 diciembre 1999	21 diciembre 2002	8.676,00	5.832,20
Uruguay	31 mayo 2000	31 marzo 2002	150,00	150,00
<b>Total</b>			<b>32.172,69</b>	<b>19.346,28</b>
<b>Acuerdos en el marco del SAF</b>				
Bulgaria	25 septiembre 1998	24 septiembre 2001	627,62	104,62
Colombia	20 diciembre 1999	19 diciembre 2002	1.957,00	1.957,00
Indonesia	4 febrero 2000	31 diciembre 2002	3.638,00	2.786,85
Jordania	15 abril 1999	14 abril 2002	127,88	91,34
Kazajstán	13 diciembre 1999	12 diciembre 2002	329,10	329,10
Macedonia, ex Rep. Yug. de	29 noviembre 2000	28 noviembre 2003	24,12	22,97
Perú	24 junio 1999	31 mayo 2002	383,00	383,00
Ucrania	4 septiembre 1998	3 septiembre 2001	1.919,95	1.017,73
Yemen	29 octubre 1997	1 marzo 2001	105,90	65,90
<b>Total</b>			<b>9.112,57</b>	<b>6.758,51</b>
<b>Acuerdos en el marco del SCLP</b>				
Albania	13 mayo 1998	31 julio 2001	45,04	9,41
Benin	17 julio 2000	16 julio 2003	27,00	20,20
Bolivia	18 septiembre 1998	17 septiembre 2001	100,96	56,10
Burkina Faso	10 septiembre 1999	9 septiembre 2002	39,12	27,94
Cambodia	22 octubre 1999	21 octubre 2002	58,50	41,79
Camerún	21 diciembre 2000	20 diciembre 2003	111,42	95,50
Côte d'Ivoire	17 marzo 1998	16 marzo 2001	285,84	161,98
Chad	7 enero 2000	7 enero 2003	36,40	26,00
Djibouti	18 octubre 1999	17 octubre 2002	19,08	13,63
Gambia	29 junio 1998	28 junio 2001	20,61	6,87
Ghana	3 mayo 1999	2 mayo 2002	191,90	120,85
Guinea	13 enero 1997	12 enero 2001	70,80	15,73
Guinea-Bissau	15 diciembre 2000	14 diciembre 2003	14,20	9,12
Guyana	15 julio 1998	14 julio 2001	53,76	28,88
Honduras	26 marzo 1999	25 marzo 2002	156,75	64,60
Kenya	4 agosto 2000	3 agosto 2003	190,00	156,40
Malawi	21 diciembre 2000	20 diciembre 2003	45,11	38,67
Macedonia ex Rep. Yug. de	29 noviembre 2000	28 noviembre 2003	10,34	8,61
Mali	6 agosto 1999	5 agosto 2002	46,65	33,15
Mauritania	21 julio 1999	20 julio 2002	42,49	30,35
Moldova	15 diciembre 2000	14 diciembre 2003	110,88	101,64
Mozambique	28 junio 1999	27 junio 2002	87,20	33,60
Nicaragua	18 marzo 1998	17 marzo 2001	148,96	33,64
Niger	14 diciembre 2000	21 diciembre 2003	59,20	50,74
República Centroafricana	20 julio 1998	19 julio 2001	49,44	32,96
República Kirguisa	26 junio 1998	25 junio 2001	73,38	28,69
Rwanda	24 junio 1998	23 junio 2001	71,40	19,04
Santo Tomé y Príncipe	28 abril 2000	28 abril 2003	6,66	4,76
Senegal	20 abril 1998	19 abril 2001	107,01	42,80
Tayikistán	24 junio 1998	24 diciembre 2001	100,30	34,02
Tanzania	31 marzo 2000	30 marzo 2003	135,00	95,00
Uganda	10 noviembre 1997	31 marzo 2001	100,43	8,93
Zambia	25 marzo 1999	28 marzo 2003	254,45	224,45
<b>Total</b>			<b>2.870,28</b>	<b>1.676,05</b>
<b>Gran total</b>			<b>44.155,54</b>	<b>27.780,84</b>

<sup>1</sup>Incluye los montos en el marco del servicio de complementación de reservas.

SAF = servicio ampliado del FMI

SCLP = servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza.

En algunos casos, los totales no coinciden con las sumas debido al redondeo de las cifras.

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

Los países miembros "compran" monedas de otros países miembros, o DEG, a cambio de un monto equivalente de su propia moneda.

## Drazen explica la resistencia popular a las reformas de la política económica

La reforma de la política económica ha sido durante mucho tiempo tema central del análisis económico y éste se ha centrado sobre todo en el diseño de las reformas, suponiendo implícitamente que, una vez conocido el rumbo óptimo, la implementación es una simple cuestión técnica. Allan Drazen, profesor de economía de la Universidad de Tel Aviv y de la Universidad de Maryland, puso en tela de juicio esta opinión convencional en un seminario realizado en el Instituto del FMI el 12 de diciembre de 2000. Su exposición, bajo el título de “Economía política de la reforma y la crisis”, se basó en su reciente libro *Political Economy in Macroeconomics*.

Drazen comenzó por señalar que, con frecuencia, no se adoptan las reformas beneficiosas o se adoptan con considerable atraso, inclusive cuando no existe desacuerdo en torno a lo que hay que hacer. Por ejemplo, desde hace mucho se sabe que la hiperinflación es habitualmente un problema presupuestario, que surge cuando el gobierno monetiza el déficit presupuestario (es decir, lo financia aumentando la oferta monetaria). Para combatir la hiperinflación, el gobierno tiene que reducir el déficit, pero a menudo posterga la implementación de esta estrategia sencilla y efectiva hasta que esa dificultad adquiere carácter de crisis. Drazen sostuvo que, para comprender por qué el gobierno reacciona de esta manera, es necesario incorporar al análisis aspectos políticos del proceso de reforma.

Drazen definió las reformas como un cambio socialmente beneficioso para todos. Esas reformas pueden dividirse en dos tipos. Los beneficios de la primera etapa de reformas (por ejemplo, la estabilización macroeconómica) se distribuyen ampliamente. En cambio, las reformas de la segunda etapa (por ejemplo, la reestructuración del mercado de trabajo) obviamente perjudican a algunos grupos. En general, las reformas de la primera etapa se implementan primero —de ahí su designación— porque la oposición es más débil. En el curso del seminario, Drazen se concentró en las dificultades de la implementación de las reformas de la primera etapa puesto que, dado el efecto beneficioso de las mismas, esas dificultades resultan las más desconcertantes.

### Enfoque convencional de las reformas

Para demostrar la inconveniencia de considerar que la implementación de las reformas es una cuestión técnica y para motivar su análisis, Drazen examinó los modelos económicos convencionales del proceso de reforma. Según uno de los modelos, las reformas podrían postergarse hasta que las circunstancias sean más favorables y la sociedad esté en condiciones de tolerar más fácilmente el gran cambio que significan. Por ejemplo, es más fácil reducir el déficit presupuestario (reducir el gasto y elevar los impuestos) en tiempos de

bonanza que en las recesiones. Si ello es verdad, las reformas se implementarían primordialmente durante períodos de expansión económica. Una observación somera sugiere que ello no es así y que, en realidad, las reformas con frecuencia se introducen en épocas difíciles e inclusive críticas.

Otra explicación es que las personas son irracionales, en el sentido de que postergan las reformas necesarias en buena medida como el paciente con dolor de muelas posterga la necesaria visita al dentista, dijo Drazen. También es posible que las personas sean racionales, pero la sociedad en su conjunto no lo sea. Ello nos lleva a preguntarnos por qué personas individualmente racionales se comportan irracionalmente como grupo. Esa disquisición sugiere que, para comprender cabalmente las dificultades de la implementación de reformas beneficiosas, uno debe recurrir a modelos que incorporen al análisis aspectos políticos y económicos, es decir, a modelos de economía política.

Un criterio generalizado de economía política, señaló, postula que las reformas no se materializan porque los grupos políticamente influyentes que tienen algo que perder se oponen a su implementación. El economista Mancur Olson, en su valioso libro de 1982, *The Rise and Fall of Nations*, demostró que esos grupos surgen porque la dinámica de los procesos de reforma generan intereses creados que se oponen a la profundización de las reformas. Esta idea, sin duda aplicable a muchos casos, no puede explicar el hecho de que los países no adopten las reformas de la primera etapa, que distribuyen ampliamente sus beneficios.

### Nuevos modelos de economía política

Drazen dedicó el resto del seminario a la consideración de los tres tipos de nuevos modelos de economía política para abordar las reformas. El primer tipo considera la adopción de las reformas como un bien público. Aunque la adopción de las reformas es costosa, una vez adoptadas, toda la sociedad se beneficia, inclusive quienes no cargan con el costo de las reformas. Por tanto, las reformas tal vez nunca se materialicen, o se implementen después de transcurrido un tiempo, debido a discrepancias en cuanto a quien solventa los costos. Drazen utilizó un modelo estático sencillo para demostrar que las personas se mostrarían renuentes a cargar con los costos de la reforma si consideran que otros pueden hacerlo. En consecuencia, las reformas no se concretan ni siquiera sabiendo que, para cada individuo, los beneficios superan los costos.

Drazen ilustró esta lógica con el ejemplo de una habitación fría. Para calentar la habitación, alguien tiene que ajustar el termostato. Supongamos que sólo hay una persona en la habitación. Si, para esa persona, los beneficios de una temperatura más alta superan los

Las personas postergan las reformas necesarias en buena medida como el paciente con dolor de muelas posterga la necesaria visita al dentista.

—Allan Drazen

costos de levantarse y ajustar el termostato, así lo hará. Ahora, supongamos que hay cuarenta personas en la habitación fría y que para todas ellas, los beneficios de una temperatura más alta también superan los costos de levantarse. Pero, si todos creen que alguien se levantará para ajustar el termostato, nadie se va a levantar y la habitación seguirá fría.

El criterio estático de bien público explica por qué no se adoptan las reformas, pero no explica la demora en su adopción. ¿Qué hace que las personas o grupos inicialmente renuentes a compartir la carga de adoptar las reformas finalmente cedan? Para explicar este fenómeno, Drazen introduce dos nuevos elementos en el modelo: el deterioro de las condiciones económicas con el tiempo y la incertidumbre acerca de la fuerza de los opositores.

Un grupo podría al principio negarse a asumir el costo de las reformas porque la situación económica todavía es tolerable y porque cree que sus opositores lo harán. A medida que pasa el tiempo y las condiciones se deterioran, resulta claro que los grupos opositores son política y económicamente fuertes como para mantenerse en su posición. Entonces, después de transcurrido un tiempo, el grupo más débil considerará beneficioso asumir el costo de la reforma. Para usar otra vez la analogía de la habitación fría, a medida que baja la temperatura, la persona más sensible al frío finalmente cederá y ajustará el termostato.

La demora, observó Drazen, también puede explicarse por el deseo de las personas de postergar las penurias de la reforma. El grupo más débil tal vez sepa que, finalmente, tendrá que cargar con el costo, pero, en un intento por preservar su nivel de vida, puede optar por incurrir en los costos más tarde.

En el segundo tipo de modelos descrito por Drazen, la incertidumbre sobre los beneficios de las reformas es el factor principal que determina que no se adopten o se posterguen las reformas. Dado que, como norma, las personas evitan los riesgos, podrían mostrarse renuentes a adoptar reformas que, aunque elevan el bienestar medio, dan lugar a resultados individuales muy dispersos. Además, una mayoría podría rechazar inclusive las reformas que benefician a la mayoría de la población.

Para ilustrar este argumento, Drazen ofreció el ejemplo de una economía integrada por dos sectores y 100 personas. Nadie sabe cuál será su suerte una vez adoptadas las reformas, pero todos saben cuáles son las posibilidades de éxito o fracaso personal en su propio sector. El primer sector consta de 49 personas, todas las cuales se espera recojan beneficios de las reformas; las 49 votarán afirmativamente. El segundo sector consta de 51 personas, de las cuales 25 se beneficiarán y 26 perderán. En promedio, las personas del segundo sector perderán, de modo que las 51 votarán en contra de las reformas. De manera que las reformas serán derrotadas por 51 votos contra 49, aunque los beneficiarios de las reformas suman 74 y los perjudicados, 26.

En el tercer tipo de modelos, la incapacidad de las autoridades para transmitir los beneficios de las reformas al público en general explica también por qué no se

adoptan o se postergan las reformas en algunos países. Las autoridades pueden saber que las reformas son beneficiosas para la economía, pero el público puede no creerlo y atribuir a aquéllos motivos ulteriores. Esta idea aclara por qué a veces las políticas de derecha son emprendidas por los políticos de izquierda y viceversa. Cuando un político de izquierda impulsa reformas económicas de derecha, el público se siente más inclinado a creer que las reformas beneficiarán a la sociedad en su conjunto, y no servirán intereses políticos estrechos.

**Conclusión**

Concluyendo el seminario, Drazen se concentró en dos aplicaciones de la teoría: la incidencia de las crisis y la transición del socialismo al capitalismo. Las crisis con frecuencia parecen inducir cambios de política y, aunque los modelos económicos convencionales no pueden explicar por qué, los nuevos modelos de economía política sí lo explican. El rápido deterioro de las condiciones llevan a las partes de la negociación a transigir más fácilmente, y predispone más a las personas a aceptar la incertidumbre vinculada a las reformas. Tal vez las crisis sean realmente necesarias para implementar las reformas importantes.

Según Drazen, el desafío de la transición deriva de la combinación de las limitaciones económicas y políticas de las reformas. La realidad política puede tornar inviable la velocidad y secuencia de reformas que son óptimas desde el punto de vista económico. Las penurias que acompañan al proceso de transición en muchos países podrían derivar del deseo de las autoridades de evitar los obstáculos políticos a la adopción de las reformas. A menudo, el trayecto políticamente viable para las reformas resulta no ser óptimo desde el punto de vista económico, lo que da lugar a distorsiones de la actividad económica y a circunstancias difíciles. ■

Dmitriy Gershenson  
Instituto del FMI



*Drazen: "Tal vez las crisis sean realmente necesarias para implementar las reformas importantes".*

<b>Uso del crédito del FMI</b>			
<b>(Millones de DEG)</b>			
	Diciembre 2000	Enero-diciembre 2000	Enero-diciembre 1999
<b>Cuenta de Recursos Generales</b>	4.089,63	7.178,02	10.010,09
Acuerdos de derecho de giro	3.782,63	5.794,31	7.480,40
SCR	1.735,20	1.735,20	3.636,09
SAF	190,07	1.266,79	1.849,30
SFC	0,00	0,00	680,40
EMER	116,93	116,93	0,00
SCLP	99,35	492,50	736,78
<b>Total</b>	<b>4.188,98</b>	<b>7.670,52</b>	<b>10.746,87</b>

SCR = servicio de complementación de reservas  
 SAF = servicio ampliado del FMI  
 SFC = servicio de financiamiento compensatorio  
 EMER = asistencia de emergencia  
 SCLP = servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza  
 En algunos casos los totales no coinciden con la suma debido al redondeo de las cifras.

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

## Jean Tirole explica por qué es necesaria la reglamentación bancaria

**E**n noviembre de 2000, Jean Tirole, profesor visitante de economía del Instituto de Tecnología de Massachussets, Director Científico de IDEI, en Toulouse, y autor de varios estudios económicos importantes, dictó un curso sobre reglamentación bancaria para participantes en el programa de capacitación interna del Instituto del FMI. Tirole habló con el Boletín del FMI sobre el material que abarcó el curso y asuntos afines.

**BOLETÍN DEL FMI: ¿Cuáles son los fundamentos de la reglamentación bancaria? ¿Han cambiado con el tiempo?**

**Tirole:** Hace 30 ó 40 años, el sector bancario estaba muy reglamentado y la actividad bancaria era menos riesgosa que ahora, pues operaba básicamente a nivel nacional y, a través de distintas normativas no se permitía que los bancos compitieran entre sí. La abundancia de los mercados financieros, los instrumentos derivados, la mayor apertura, la desregulación, y la exposición a los mercados de capital tornaron riesgosa la actividad bancaria. Como reacción, en 1996, el Comité de Basilea ha instituido nuevas normas bancarias para el riesgo crediticio y la gestión del riesgo, y ahora propone otras reformas.

Entonces, ¿para qué necesitamos la reglamentación bancaria? Si se quiere propugnar la reglamentación, primero corresponde preguntarse cuál es el fallo del mercado. Esto rige tanto para la reglamentación bancaria como para la internacional.

Una vez identificado el fallo del mercado, podemos empezar a pensar en la misión que se le asigna a la entidad reglamentadora, que básicamente consiste en corregirlo. Mi enfoque, como teórico, es, en realidad, retrotraernos al fallo subyacente del mercado para analizar mejor el tipo de misión que se puede asignar a esa entidad.

La mayor parte de la deuda de los bancos pertenece a pequeños acreedores. En opinión de muchos banqueros y autoridades de los bancos centrales, la reglamentación está motivada, en particular, por la necesidad de proteger a esos pequeños depositantes que en su gran mayoría no pueden comprender la complejidad de las actividades bancarias.

Existe un fallo *potencial* del mercado en el sentido de que es preciso proporcionar un bien público: la fiscalización de los bancos. Dado que los depositantes no tienen incentivos para fiscalizar el banco, alguien tiene que hacerlo por ellos, de modo que la entidad reglamentadora representa a los depositantes. Estas actividades pueden efectuarse *ex ante*, es decir, verificar el cumplimiento de los requisitos de solvencia a fin de que exista capital suficiente para proteger a los depositantes, y que el banco actúe correctamente en términos de gestión de riesgo, y *ex post*, es decir, en caso de crisis, intervenir mediante el cierre o la reestructuración del banco.

Se han considerado otras soluciones, incluidas las privadas o de mercado, como alternativas a la reglamentación bancaria en nombre del depositante, pero presentan algunas carencias. La autorregulación del sector, por ejemplo, plantea cuestiones de competencia. Las instituciones establecidas tienen un incentivo para controlar el “ingreso al club”. Otra cuestión es el riesgo sistémico. Con los depósitos asegurados, si un banco falla, los otros bancos cubrirán las insuficiencias. Pero, ¿y si el problema afecta a todo el sistema?

Otra posibilidad es el seguro privado de los depósitos, en lugar del seguro del Estado. Esto también presenta fallas. Si un banco empieza a tener problemas, las aseguradoras pueden retirarle el seguro o pueden subir la prima. Si el banco tiene poco efectivo, eso podría inducirlo a apostar a la resurrección. ¿Y quién va a verificar que la aseguradora cuente con capital suficiente? Si yo soy un depositante en un banco y el banco falla, no quiero enterarme de que la aseguradora también está en bancarota. Alguien tiene que fiscalizar también la solvencia de la aseguradora.

**BOLETÍN DEL FMI: Se ha dicho que el seguro estatal de los depósitos plantea la amenaza de riesgo moral. ¿Existe, no obstante, una razón válida que lo justifique?**

**Tirole:** Creo que es muy difícil prescindir del seguro aunque pueda crear cierto riesgo moral. Nosotros, como depositantes, no vamos a fiscalizar a nuestros bancos, aunque no estemos asegurados. Podríamos recurrir a una clasificación de riesgo, pero puede ser muy imperfecta y me vería obligado a correr al banco a retirar mis depósitos por temor a perder todo. Nosotros no tenemos pericia en esto, y sería un desperdicio que dedicáramos nuestro tiempo a fiscalizar a los bancos, directa o indirectamente. Asimismo, el seguro de los depósitos pueden desatar corridas que podrían provocar una recesión o una crisis más grave. Al ofrecer liquidez mediante un seguro de depósitos no indexado, el Estado puede ayudar a la economía en una recesión, porque los bancos pueden seguir endeudándose.

**BOLETÍN DEL FMI: ¿Y qué nos dice del argumento de que algunas instituciones son muy grandes para dejarlas quebrar?**

**Tirole:** Esa idea se vincula al riesgo mutuo entre los bancos. Por ejemplo, en el caso de un banco como el Continental Illinois en 1984, que mantenía cuantiosos depósitos de cientos de otros bancos, si hubiese cerrado el banco grande se habrían propagado numerosos problemas a otros bancos. En cambio, la quiebra de Barings tuvo escaso impacto sistémico en el resto del sector bancario, de manera que la reacción fue: “lo siento por usted”. Lo importante es fiscalizar cuidadosamente a los bancos grandes para detectar problemas

**Si se quiere propugnar la reglamentación, primero corresponde preguntarse cuál es el fallo del mercado.**

—Jean Tirole

potenciales y observar muy de cerca los depósitos interbancarios.

**BOLETÍN DEL FMI:** Se ha prestado mucha atención a las formas de limitar o evitar las crisis financieras. ¿Cuál sería el papel de las instituciones financieras internacionales como el FMI?

**Tirole:** Se ha ofrecido una serie de recomendaciones y algunas provienen de las mentes más lúcidas de la economía y el diseño de políticas. Algo que me preocupa es el número de metas diferentes que se han propuesto para el FMI. Por ejemplo, el FMI debe ayudar a evitar las crisis financieras, resolverlas, no entrometerse demasiado, proteger a los inversionistas extranjeros, respetar la soberanía de los países, limitar la volatilidad, evitar el contagio, facilitar el acceso de los países a los recursos, promover el crecimiento a largo plazo, insistir en las reformas estructurales, etc. Y ello sin contar los objetivos tradicionales del FMI, que se centran en la cuenta corriente, las reservas internacionales y la inflación. Son demasiados objetivos.

Algo que aprendimos de la teoría de los incentivos es que los organismos deben tener objetivos claros. La labor reciente en las ciencias políticas sugiere también que los organismos no deben tratar de hacer todo; deben tener una misión y crearse una reputación de cumplimiento de esa misión, sin caer en las dificultades de objetivos contradictorios. Otra lección de la teoría de los incentivos es que no siempre es negativo tener un objetivo sesgado. Como ya sugerí, la misión de la entidad de reglamentación bancaria —proteger al depositante— es, casi por definición, sesgada. En mi opinión, el FMI y las demás instituciones financieras internacionales no deben tratar de resolver todos los problemas del mundo.

Por supuesto que existen otros objetivos que deberíamos tratar con más seriedad y a los que deberíamos destinar más recursos que ahora, como el SIDA, la pobreza, el medio ambiente, etc., pero estos no son necesariamente los objetivos más naturales del FMI.

**BOLETÍN DEL FMI:** Entonces, si el FMI tuviera que concentrarse en un objetivo, ¿cuál debería ser?

**Tirole:** También en este caso debemos empezar por lo fundamental. Si los mercados fueran perfectos, no necesitaríamos instituciones financieras internacionales, de modo que tenemos que detectar los fallos del mercado. En la gestión financiera de las sociedades y en la banca existe alguien que quiere un préstamo. En el caso de los países, se trata de prestatarios que quieren acceder a los mercados internacionales. La gestión financiera de las sociedades también nos dice que los prestamistas siempre estarán preocupados por recuperar su dinero y es muy probable que así sea. Existen para ello dos tipos de condiciones: las *ex ante*, que estimulan el buen comportamiento de parte del prestatario, y las *ex post*, que permiten la intervención en caso de dificultades financieras.

Existen numerosas analogías entre la gestión financiera de las sociedades, la banca y las crisis financieras de los países. En todo caso, hay un prestatario que necesita dinero y prestamistas que quieren asegurarse de que recuperarán su dinero. Entonces, ¿por qué necesitamos instituciones financieras internacionales que supervisen, controlen o ayuden a resolver las crisis financieras internacionales? ¿Dónde está el fallo del mercado?

Una de las respuestas radica en lo que denomino la perspectiva del doble agente. Cuando los prestamistas o inversionistas extranjeros le prestan a una empresa o banco privado de un país, el rendimiento que obtiene depende, por supuesto, del comportamiento del prestatario, pero también depende del comportamiento del gobierno del prestatario. El gobierno tiene la capacidad de incidir en el valor de la moneda nacional. Si los extranjeros tienen créditos denominados en moneda nacional, existe la posibilidad de que esos créditos se devalúen por inconducta del gobierno. La inconducta del gobierno puede adoptar varias formas: reducir las reservas internacionales, estimular la producción de bienes no transables (como los inmuebles), no fomentar las inversiones que favorecen la exportación (como la infraestructura), incurrir en déficit fiscales, etc.

Cuando hablo de inconducta, no quiero decir que el gobierno quiera devaluar los créditos de los extranjeros, ni que lo haga deliberadamente. La situación es similar a cuando uno tiene un seguro contra incendio: uno no prende fuego a la casa, pero presta menos atención y toma menos precauciones para evitar un incendio. Lo mismo ocurre con los contratos de préstamo. El gobierno —si todas las demás condiciones se mantienen iguales— quisiera rembolsar a los extranjeros, pero cuando la reducción de la probabilidad de que no haya reembolso alguno tiene un costo político, el gobierno puede no tomar precauciones, en particular porque los extranjeros no votan y tienen escasa fuerza política. Por supuesto que el país quisiera mantener su reputación en los mercados internacionales, pero ese puede no ser un incentivo suficiente para mantener el valor de la moneda nacional.

**El país quisiera mantener su reputación en los mercados internacionales, pero ese puede no ser un incentivo suficiente para mantener el valor de la moneda nacional.**

—Jean Tirole

**Tasas del FMI**

Semana del	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
15 de enero	4,54	4,54	5,26
22 de enero	4,47	4,47	5,18

La tasa de interés del DEG y la tasa de remuneración se calculan como promedio ponderado de las tasas de interés de determinados valores financieros nacionales a corto plazo que se negocian en los mercados monetarios de los cinco países cuyas monedas constituyen la cesta de valoración del DEG. La tasa de remuneración es la tasa de rentabilidad del saldo remunerado de los países miembros en el tramo de reserva. La tasa de cargos, una proporción de la tasa de interés del DEG es el costo del uso de los recursos financieros del FMI. Las tres tasas se calculan todos los viernes y se aplican a la semana siguiente. Las tasas básicas de remuneración y de cargos se ajustan además con arreglo a los mecanismos de distribución de la carga. Las tasas más recientes pueden obtenerse llamando al teléfono (202) 623-7171 o consultando Internet ([www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2001](http://www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2001)).

Puede obtenerse información general sobre financiamiento y tasas del FMI en [www.imf.org/external/fin.htm](http://www.imf.org/external/fin.htm).

Datos: FMI, Departamento de Tesorería



Ian S. McDonald  
Director

Sara Kane • Sheila Meehan

Elisa Diehl

Redactoras

Philip Torsani

Director de artes gráficas

Jack Federici

Diseñador gráfico

Edición en español

División de Español

Dirección de Servicios Lingüísticos

Roberto Donadi

Traducción

Magdalena Copeland

Corrección de pruebas  
y autoedición

El *Boletín* (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 23 números en español, francés e inglés, además del *Suplemento sobre el FMI* y un índice anual. Las opiniones e información publicadas no representan necesariamente la posición oficial del FMI. Los mapas que se publican para orientar a los lectores provienen de la sexta edición de *Atlas of the World*, de National Geographic; los nombres y las fronteras que aparecen en los mismos no reflejan la posición del FMI con respecto a la situación jurídica de ningún territorio, ni tampoco la conformidad de la institución en relación con dichas fronteras. El material publicado puede reproducirse mencionando la fuente de información. Las cartas al director deben dirigirse a: Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-8585; dirección electrónica: [imfsurvey@imf.org](mailto:imfsurvey@imf.org). El *Boletín del FMI* se distribuye por correo aéreo (Canadá, Estados Unidos y México: *first class*; otros países: *airspeed*). El precio de la suscripción anual, para empresas privadas y particulares, es de US\$79. Las solicitudes de pedido deberán dirigirse a: Publication Services, Box X2001, IMF, Washington D.C. 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430. Fax: (202) 623-7201. Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

La cuestión es que, en el caso de la inversión extranjera, hay dos agentes, el prestatario y el gobierno del prestatario, pero cuando el inversionista extranjero presta, pacta únicamente con el prestatario. Aquí falta un contrato. Alguien tiene que firmar ese contrato para que los prestamistas estén totalmente representados. Puede ser el FMI u otro organismo, pero alguien tiene que proteger a los prestamistas en términos del texto pactado.

**BOLETÍN DEL FMI: ¿Cómo se aplica la condicionalidad *ex ante* y *ex post* al endeudamiento interno de las empresas y a los préstamos internacionales?**

**Tirole:** La condicionalidad *ex ante* es como una precalificación. En el caso de los bancos, habrá condiciones que tienen que ver con una adecuada gestión del riesgo, restricciones en el rubro de actividades y, lo que es más importante, los requisitos de solvencia.

Otro conjunto de medidas *ex post* entran en juego si el banco empieza a tener dificultades. Estas medidas prevén la intervención de una entidad de reglamentación bancaria para reducir aún más el riesgo de incumplimiento. Estas condiciones sirven a dos propósitos: actúan como dispositivo disciplinario, primero, desestimando el riesgo de entrar en dificultades por parte del banco y, luego, eliminando el incentivo o la posibilidad de que el banco apueste a la resurrección asumiendo grandes riesgos cuando se ve en dificultades. Las condiciones *ex post* ponen ciertos derechos de control en manos de la entidad reglamentadora. Lo mismo ocurre en la gestión financiera de las empresas; cuando una empresa quiere pedir un préstamo, firmará una serie de pactos y luego transferirá los derechos de control a los tenedores de la deuda en caso de incumplimiento. Toda vez que alguien pide un préstamo —ya se trate de una empresa nueva, de una empresa existente, de un banco o de un país— el prestatario primero ofrece algunas garantías y luego, *ex post*, en caso de dificultades o incumplimiento, ofrece nuevas garantías o transfiere nuevos derechos de control a los inversionistas.

**BOLETÍN DEL FMI: Llevemos esto al nivel del FMI y de un país prestatario. ¿Cómo se concilia la autoría de los programas del país con la condicionalidad del financiamiento?**

**Tirole:** Aquí hay dos cuestiones: una es que el país quisiera comprometerse a un comportamiento correcto como prestatario y a no entrar en dificultades, pero no siempre lo logra. Es entonces cuando el prestamista quiere obtener mayores garantías de que recuperarán su dinero. Naturalmente, esas condiciones *ex post* no son las que el país estaba dispuesto a pactar en momentos de contratarse el préstamo original, pero desde una perspectiva *ex ante*, esas condiciones son positivas



*Tirole: El empeño del FMI por imponer condiciones ex post puede ayudar al país a tener acceso al capital internacional.*

porque los inversionistas se sentirán más seguros. La condicionalidad *ex ante* y *ex post* es, en realidad, un instrumento de compromiso que hace más probable que los inversionistas recuperen su dinero y, por tanto, seguirán dispuestos a canalizar recursos al país.

Lo que quiero decir es que se reconcilia la autoría de los programas del país y la condicionalidad siempre que se les mantenga temporalmente separadas. Está la condicionalidad *ex post*, pero, *ex ante*, es lo que permite que el país tenga acceso a los mercados de capital. La condicionalidad no es incongruente con la identificación del país con los programas.

La gestión de la condicionalidad es un asunto difícil, pero lo que digo es que el empeño del FMI por imponer condiciones *ex post* bien puede ayudar a los países, porque esta condicionalidad es lo que brindará al país acceso al capital internacional, que es lo que en esencia desea.

**BOLETÍN DEL FMI: ¿Deberán limitarse ciertos tipos de deuda, sobre todo la deuda de alto riesgo a corto plazo?**

**Tirole:** Existe un amplio consenso en cuanto a la necesidad de eliminar las formas peligrosas de deuda, como la deuda a corto plazo denominada en dólares o en otra moneda extranjera, que signifique que el país deudor tiene que reunir dólares a muy corto plazo, a menudo a un costo considerable para la economía. Este criterio convencional podría inducir a error, puesto que aumenta el riesgo moral del gobierno. Si uno trata de forzar al gobierno a emitir deuda soberana en moneda nacional y al sector privado a emitir su deuda extranjera en moneda nacional, incrementa la vulnerabilidad de los extranjeros tenedores de deuda denominada en moneda nacional, si el gobierno no toma medidas para mantener la firmeza de la moneda. Como los inversionistas extranjeros tienen poca fuerza política, el gobierno podría tener menos incentivos para respaldar la moneda en tiempos de dificultades, aún a costas de un mayor acceso a los mercados de capital.

Como lo demostró Olivier Jeanne, del FMI, los inversionistas extranjeros también están desprotegidos si el gobierno y el sector privado se ven forzados a endeudarse sólo a largo plazo, porque ello impide que se retiren cuando el gobierno se comporta incorrectamente y la economía parece entrar en dificultades. Al igual que ocurre con la depreciación de la moneda, el país puede evitar la crisis, pero se dificultará un nuevo acceso a los mercados de capital. El error es considerar que las crisis son el resultado final y no una etapa intermedia hacia el mantenimiento del acceso a los mercados de capital. ■