

Examen de los programas

El FMI publica un informe sobre las medidas adoptadas frente a la crisis de tres países de Asia

El FMI ha publicado su primer examen interno sobre el enfoque de política adoptado por la institución para hacer frente a la crisis de los mercados financieros de Asia en 1997. Dicho examen, abarca hasta el final de octubre de 1998 y se centra sobre todo en lo ocurrido en Corea,

Indonesia y Tailandia, los tres países más gravemente afectados por la crisis. El informe, titulado *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment*, fue preparado por el Departamento de Elaboración y Examen de Políticas y en él se analizan las causas de la crisis, el asesoramiento y el respaldo financiero que brindó el FMI a estos tres países y la reacción que suscitaron los programas. El informe, que incluye también la exposición su-

maria del Presidente del Directorio Ejecutivo al término de las deliberaciones de diciembre de 1998, se analizó el 19 de enero en una conferencia de prensa que ofreció Jack Boorman, Director del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas (véase la pág. 20).

La crisis de Asia se diferencia de las crisis anteriores en varios aspectos fundamentales y que posiblemente sea sintomática de fallas en un sistema económico y financiero mundial cada vez más integrado. A diferencia de muchos otros casos, en los que se solicitó la asistencia del FMI, la crisis de Asia no se debió principalmente a la monetización de los desequilibrios fiscales. Más bien, tuvo sus raíces en fallas del sector financiero atribuibles a deficiencias en la gestión de gobierno de las empresas y los sectores financiero y público. Debido a la creciente rapidez con que pueden cambiar de dirección los flujos internacionales de capital, estas deficiencias exacerbaron la vulnerabilidad ante posibles cambios de actitud de los mercados, un deterioro del entorno externo y la propagación de los efectos de contagio.

El respaldo que brindó el FMI a los tres países se instrumentó en el marco del mecanismo de financiamiento de emergencia, lo que unido al hecho de que se acortasen espectacularmente (Continúa en la pág. 18)



Jack Boorman en la conferencia de prensa sobre los programas aplicados en Asia.

Camdessus expresa su satisfacción por las constructivas conversaciones mantenidas con Brasil

En una declaración emitida el 18 de enero Michel Camdessus, Director Gerente del FMI, respondió a los comentarios formulados a la prensa por Pedro Malan, Ministro de Hacienda de Brasil. Se presenta a continuación el texto de la Nota de Prensa No. 99/3.

Confirmando, por lo que se refiere al FMI, las declaraciones del Sr. Malan. Personalmente, me siento muy satisfecho con las conversaciones que los funcionarios y la Gerencia del FMI han mantenido el pasado fin de semana con el Ministro Malan y el equipo negociador de Brasil. Dichas conversaciones, que han abarcado todos los temas, han sido muy constructivas y han permitido aclarar la orientación de las políticas adoptadas por las autoridades brasileñas.

En particular, me satisface la confirmación de que la política monetaria se orientará a mantener baja la inflación, objetivo primordial del plan *real* y el que el ajuste fiscal siga siendo la primera prioridad del Gobierno, junto con las medidas estructurales y las privatizaciones que forman parte del programa acordado con el FMI.

En los próximos días mantendremos un intenso diálogo con las autoridades brasileñas y una misión del FMI visitará Brasilia en breve para proseguir el examen del programa previsto para el final de febrero y formular un nuevo marco macroeconómico y monetario.

En la página 18 se presentan fragmentos traducidos de la declaración formulada por el Sr. Pedro Malan, Ministro de Hacienda de Brasil, el 18 de enero.

Índice

17	Examen interno de los programas apoyados por el FMI
17	Conversaciones entre Brasil y el FMI
18	Declaración del Ministro de Hacienda de Brasil
20	Conferencia de prensa sobre el FMI en Asia
23	Algunas tasas del FMI
24	Reunión de la AEA en Nueva York
26	Novedades del FMI en Internet
27	Camdessus comenta la crisis de Asia
29	Comunicados de prensa
30	Reformas bancarias en Portugal
30	Publicaciones recientes del FMI

Entra en vigor el aumento de cuotas
Véase comunicado de prensa No. 99/4, del 22 de enero en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org). Se publicará también en el *Boletín del FMI* del 15 de febrero.

Fragmentos traducidos de la declaración formulada el 18 de enero por el Sr. Malan, Ministro de Hacienda de Brasil.

El banco central emitió esta mañana un comunicado para anunciar que ahora serán las fuerzas del mercado las que determinen el tipo de cambio. El objetivo de la política monetaria será mantener las bajas tasas de inflación logradas con el plan *real* y, a corto plazo, daremos oportuna respuesta a los movimientos importantes del tipo de cambio. El banco central sólo intervendrá en los mercados de divisas en forma ocasional y limitada y con el único objeto de corregir los desórdenes.

Con el nuevo régimen cambiario, las políticas monetaria y fiscal tendrán que desempeñar un papel, si cabe,

más crucial para garantizar la estabilidad de precios y las condiciones necesarias para un crecimiento sostenido.

El saneamiento de las finanzas públicas es nuestra primera y principal prioridad, que el Gobierno de Brasil se compromete plenamente a respetar. No se escatimarán esfuerzos para reducir el déficit fiscal a todos los niveles de gobierno y obtener los resultados anunciados en el Programa de Estabilidad Fiscal para 1999–2001. Se adoptarán otras medidas, si procede, para hacer frente al impacto fiscal de la devaluación del tipo de cambio. El gobierno federal está aplicando los acuerdos alcanzados con los gobiernos estatales y ya ha activado como corresponde las garantías que se contemplan en dichos acuerdos. ■

El FMI publica su examen de los programas

(Continuación de la pág. 17) los períodos de negociación, examen y autorización por parte del Directorio Ejecutivo, posibilitaron la rápida implementación de programas para hacer frente a las enormes presiones que habían surgido en los mercados. Al mismo tiempo, fue necesario analizar la situación y llevar a cabo las negociaciones en plazos excepcionalmente rápidos y, en ciertos casos, hubo que tomar decisiones basadas en información incompleta.

Primeros pasos para restablecer la confianza

Según el informe, los rasgos distintivos de la crisis determinaron el diseño de las políticas que se adoptaron en el marco de los programas respaldados por el FMI. Dada la naturaleza y la magnitud de la crisis, la estrategia elegida incluyó medidas macroeconómicas y estructurales y el compromiso de un volumen de recursos financieros sin precedentes, a fin de romper el ciclo de salidas de capital, depreciación del tipo de cambio y deficiencias en el sector financiero.

Otro elemento clave de los programas respaldados por el FMI fue la decisión de permitir que se mantuviera la flotación de los tipos de cambio. Esta decisión abrió las puertas a una continua depreciación de las monedas en los mercados. Quizá habría sido posible y deseable adoptar una estrategia más ordenada en una etapa anterior, pero en plena crisis, la única alternativa factible era la flotación, sobre todo en Corea y Tailandia, en donde las primeras medidas adoptadas por las autoridades para defender el tipo de cambio agotaron las reservas y redujeron en gran parte su margen de maniobra.

Los programas y la forma en que éstos se aplicaron inicialmente no permitieron —sobre todo en Indonesia, pero también en Corea y Tailandia— restablecer a tiempo la confianza. En ese clima de incertidumbre económica y política, los inversionistas no se sintieron tranquilos y se produjo un círculo vicioso de salidas de capital, depreciación, y debilitamiento del sector financiero y de las empresas. Si bien se logró contener razonablemente bien el impacto inflacionario de la depreciación

en Corea y Tailandia, la inflación se disparó en Indonesia. En los tres países el crecimiento se redujo vertiginosamente y la balanza en cuenta corriente sufrió fuertes fluctuaciones. La magnitud de las acusadas desaceleraciones que registraron los tres países fue, en gran parte, resultado del notable ajuste de la balanza en cuenta corriente que hubo de realizarse en vista de que las salidas de capital no podían contrarrestarse, ni siquiera con un mayor volumen de financiamiento oficial.

Habida cuenta del deterioro de las reservas de los países afectados, de la inestabilidad de los mercados y de la amplia gama de problemas macroeconómicos que había que resolver, el restablecimiento de la confianza era una tarea intrínsecamente difícil. Varios factores contribuyeron a la pérdida de confianza, entre otros, la incertidumbre política, la falta de decisión en la implementación de las políticas, la divulgación de información que asestó un nuevo golpe a la confianza de los mercados, la cobertura de las garantías públicas de los depósitos bancarios y la incertidumbre que rodeó a los planes de financiamiento.

Desde la perspectiva actual, es evidente que el financiamiento de los programas fue insuficiente en circunstancias en que no se había alcanzando el objetivo primordial de restablecer la confianza. Las dos opciones más obvias habrían sido aumentar el financiamiento oficial o lograr una mayor participación del sector privado en las operaciones de rescate. No obstante, la primera opción habría sido problemática dada la limitación de recursos y por motivos de riesgo moral. Se podría haber tratado de lograr la participación del sector privado en una etapa anterior, pero si se hubiera puesto demasiado empeño, los mercados emergentes podrían haber salido en general más perjudicados si el sector privado hubiese considerado que habían cambiado las reglas del juego.

La principal conclusión del informe es que estas opciones deben estudiarse en preparación para la próxima crisis, es decir, que se deben buscar instrumentos y mecanismos para que el sector privado siga asumiendo el riesgo cuando un país corra peligro de perder el acceso a los mercados, pero sin provocar efectos de contagio. Más importante aún es la prevención: impedir que la vulnera-

bilidad financiera llegue a crear las condiciones propicias para una crisis y se complique su resolución.

Medidas de política económica

Política monetaria. El objetivo básico de la política monetaria adoptada para hacer frente a la crisis de Asia fue evitar que se produjera una espiral de inflación y depreciación. No obstante, ante la posibilidad de que la aplicación de una política monetaria excesivamente restrictiva deprimiera gravemente la actividad económica, la estrategia utilizada consistió en encontrar una vía intermedia para oponer resistencia a las presiones en el mercado de divisas, en vez de centrar los esfuerzos en alcanzar a toda costa una meta cambiaria.

Durante 1997, las autoridades de los tres países se mostraron un tanto reacias a aplicar una política monetaria más restrictiva, tanto antes como después de decidirse por un régimen de flotación. Según el informe, esta vacilación inicial dificultó la estabilización en las etapas posteriores. A principios de 1998, se había adoptado ya una política monetaria mucho más restrictiva en Corea y Tailandia, con lo cual se estabilizó, y posteriormente se reforzó, el tipo de cambio. En comparación con crisis anteriores en otros países, el endurecimiento de la política monetaria no fue extremo —ni por su intensidad ni por su duración— y, según el informe, es poco probable que haya sido un factor determinante en la disminución del producto. En Indonesia, se produjeron graves descalabros en el frente monetario porque las autoridades perdieron el control del dinero y el crédito en un entorno de turbulencias políticas y de colapso del sistema financiero, y la situación no se estabilizó hasta fines de 1998.

Política fiscal. En los tres países, los programas originales incluían algún elemento de austeridad fiscal a fin de respaldar el ajuste externo y liberar recursos para poder sufragar los posibles costos de una reestructuración bancaria, lo cual estimuló la confianza.

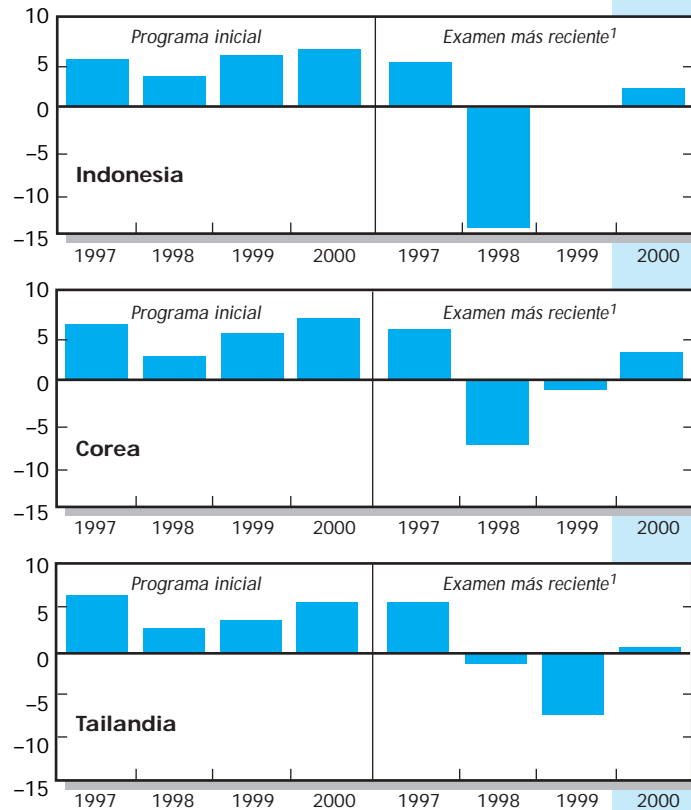
Durante el período de aplicación de los programas los planes fiscales se modificaron sustancialmente en función de los cambios del entorno económico, a medida que empezó a hacerse evidente que estas economías estaban entrando en una grave recesión. En los primeros exámenes de los programas, se adoptaron medidas adicionales para contrarrestar en parte el deterioro de la situación fiscal provocado por la nuevas circunstancias. Más adelante, las prioridades se centraron en respaldar el producto y en aumentar la asistencia disponible en el marco de las redes de protección social. Desde el principio, se permitió un aumento de los déficit fiscales para contrarrestar, al menos parte, el efecto automático de la disminución de la actividad y del ingreso y las depreciaciones del tipo de cambio. En los exámenes más recientes, se han flexibilizado más los programas fiscales para potenciar el efecto de los estabilizadores automáticos.

Reforma estructural. Desde el principio se dio por sentado que la reforma estructural tendría que ser uno de los pilares básicos de los programas. El Banco Mundial y el Banco Asiático de Desarrollo desempeñaron una función esencial en la formulación de los compo-

nentes estructurales. En los sectores financiero y empresarial, estas medidas perseguían un doble objetivo: hacer frente a las repercusiones de la crisis y establecer normas de prudencia para evitar que se repitiera la situación. Entre las principales enseñanzas, cabe señalar la necesidad de perfeccionar las políticas del FMI sobre control

**Corea, Indonesia y Tailandia:
Crecimiento del PIB real**

(Porcentaje)



¹El "examen más reciente" corresponde al último informe disponible que incluya proyecciones completas a mediano plazo. (Para Corea, noviembre de 1998; para Indonesia, agosto de 1998; para Tailandia, agosto de 1998.)

Datos: Informes del personal del FMI.

de crisis financieras y reestructuración financiera y empresarial, considerar la reestructuración de las empresas como elemento integrante de la reestructuración del sector financiero y dar prioridad cuanto antes a la corrección de las deficiencias del marco institucional y jurídico que dificultan la reestructuración de los sectores financiero y empresarial.

Asimismo, los programas incluían una amplia gama de reformas estructurales en materia de gestión de gobierno, política de competencia y comercio exterior, para sentar las bases de un crecimiento sostenible. Se consideró que las políticas sociales eran un elemento esencial del programa: desde el principio se manifestó cierta preocupación con respecto al impacto de la crisis en los segmentos más pobres y vulnerables de la población y, a medida que la recesión se fue intensificando, estas cuestiones se hicieron más apremiantes.

El informe reconoce hasta cierto punto la validez de algunas críticas en el sentido de que los programas incluían un número excesivo de medidas estructurales en

momentos de gran debilidad económica, algunas de las cuales habría sido mejor retrasar. Al mismo tiempo, la urgencia de la crisis y la complementariedad de las distintas reformas obligaron a adoptar simultáneamente muchas medidas. Según el informe, para que la recuperación fuese duradera había que realizar cambios estructurales completos. No obstante, sobre la base de estas consideraciones, cabría pensar en la necesidad de seguir estudiando cuáles deben ser el ritmo y la secuencia más apropiados de las reformas.

Conclusiones preliminares

Dado que la situación sigue evolucionando y que los programas siguen revisándose, se advierte en el informe que toda conclusión que pueda extraerse será necesariamente de carácter preliminar.

De los tres países afectados por la crisis, Corea y Tailandia fueron en cierta medida los que lograron implementar los programas tal como se habían acordado, mientras que en Indonesia, el programa se desvió una y otra vez del curso establecido y ha habido que revisarlo considerablemente. Si bien este período ha sido muy difícil para los tres países, la situación es mucho más favorable en los que pudieron cumplir lo establecido en los programas. En Corea y Tailandia, el reto que se plantea es perseverar en el ajuste y superar la difícil etapa en que las medidas empiezan a ser dolorosas pero aún no tienen credibilidad, para iniciar la etapa en que se

pueden empezar a cosechar los frutos. En el caso de Indonesia, la tarea es más ardua porque es necesario corregir las repetidas desviaciones en la aplicación de las políticas y frenar el deterioro de una situación social cada vez más difícil. Sin embargo, según el informe, los recientes avances en este sentido son alentadores.

Al mismo tiempo, los programas siguen expuestos a los riesgos derivados de la evolución del entorno, tanto a nivel interno como externo. La recesión ha seguido agravándose en estos países y aún no se puede asegurar si las reformas encaminadas a corregir las deficiencias estructurales y reactivar el crecimiento en forma sostenible tendrán éxito. La evolución de la economía mundial, incluida la precaria situación de la economía japonesa, las turbulencias en otras regiones y el acusado descenso de los precios de los productos básicos también plantean riesgos para el proceso de estabilización y podrían retrasar la recuperación económica. No obstante, el informe del FMI concluye que la situación de los mercados financieros se está estabilizando y que hay indicios de que las recesiones en estos tres países han tocado fondo, lo que permite prever un ligero repunte del crecimiento en 1999. ■

El texto en inglés del informe *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment*, preparado por Timothy Lane, Atish R. Ghosh, Javier Hamann, Steven Phillips, Marianne Schulze-Ghattas y Tsiid Tsiikata, puede consultarse en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org).

Conferencia de prensa

El FMI considera “bastante acertadas” sus recomendaciones al analizar la crisis de Asia

El 19 de enero, en una videoconferencia con periodistas de Asia en Singapur y en una conferencia de prensa celebrada en Washington, Jack Boorman, Director del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas, presentó las conclusiones del primer examen de los programas respaldados por el FMI en Indonesia, Corea y Tailandia. Se presentan, a continuación, fragmentos editados de sus palabras de apertura y algunas de las preguntas formuladas durante las sesiones. El texto completo de ambas conferencias de prensa, en inglés, puede consultarse en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org).

BOORMAN: En esencia, en el estudio se afirma que las recomendaciones en materia de política formuladas por el FMI, que Indonesia, Corea y Tailandia han seguido en distinta medida, fueron bastante acertadas, dadas las circunstancias y la información disponible cuando se formularon y revisaron los programas. Las conclusiones básicas del examen son las siguientes:

- Al principio del período de aplicación de los programas, las tasas de interés tenían que ser más altas para evitar que las monedas cayeran en una espiral descendente más pronunciada de la que efectivamente se produjo.

- Al principio, parecía justificarse una mayor austeridad presupuestaria sobre la base de la evaluación inicial

realizada por el FMI —y otras entidades— con respecto a la posible gravedad de la recesión pero, a medida que la crisis fue evolucionando, se consideró necesaria la distensión de estas políticas fiscales. No obstante, cabe preguntarse si no habría sido preferible aplicar una política fiscal menos restrictiva un poco antes.

- El hincapié que se hizo en las políticas estructurales —reforma del sector financiero, reestructuración de las empresas y otros elementos clave— fue el apropiado.

La crisis se diferenció de tantos otros casos en los que ha participado el FMI en que no tuvo su origen en la prodigalidad del gasto público ni en un financiamiento monetario de dicho gasto. La crisis se debió sobre todo a la fragilidad del sector financiero en un entorno mundial en el que la volatilidad de los mercados financieros puede propagarse con una velocidad devastadora.

Para hacer frente a una crisis de confianza que se manifiesta en el colapso del valor de una moneda, y en el consiguiente riesgo de hiperinflación, la única alternativa que les queda a las autoridades es adoptar medidas rigurosas en el frente monetario. Los tres países en cuestión elevaron sus tasas de interés para que las tenencias de moneda nacional resultasen más atractivas, pero, no se actuó con la diligencia o la decisión necesarias para

evitar una crisis de gran envergadura. Sin embargo, actualmente, los tres están cosechando los frutos de una política monetaria más restrictiva, porque al restablecerse la estabilidad de la moneda, pueden descender las tasas de interés, que en Corea y Tailandia han vuelto a situarse en los niveles registrados antes de la crisis. Una de las conclusiones del informe es que si tuviéramos que tomar de nuevo estas decisiones, lo único que recomendaríamos sería adoptar el mismo tipo de medidas con mayor prontitud y rigor.

En el frente fiscal, se consideró la posibilidad de aplicar una política de austeridad presupuestaria al principio de cada programa, en parte para financiar algunos de los considerables costos que inevitablemente entraña la reforma del sector financiero. Las restricciones se concibieron en momentos en los que el FMI, al igual que la mayoría de los otros observadores, preveía una desaceleración del crecimiento comparativamente moderada.

Cuando empezó a hacerse evidente que las recesiones en estos países serían más graves de lo previsto, y que habría que aplicar una política presupuestaria expansiva para ayudar a proteger las economías a medida que entrasen en recesión, se dio marcha atrás a la decisión de adoptar medidas de austeridad. A este respecto, nuestro mensaje es doble. En primer lugar, había buenos motivos para mantenerse alerta frente a posibles desviaciones de la política fiscal; segundo, no hay que exagerar la austeridad presupuestaria que efectivamente se impuso. Pero las metas presupuestarias establecidas en los programas se basaban en una visión de la situación macroeconómica que, desde la perspectiva actual, resultó ser errónea, y se podría haber adoptado una política fiscal menos restrictiva en forma más oportuna, a medida que cambiaron las circunstancias.

En el informe se explica también por qué las proyecciones iniciales fueron excesivamente optimistas y, al respecto, las conclusiones se prestan un poco a confusión y presentan varios matices. Sí, las proyecciones fueron optimistas pero se basaban en el supuesto de que los programas funcionarían conforme a lo previsto. Ello, a su vez, dependía de la determinación con que se aplicarían las políticas y de la rapidez con que se restableciera la confianza de los inversionistas. Estas proyecciones no se materializaron por diversas razones, entre otras, la falta de claridad de algunas medidas, la reticencia de las autoridades para implementar sus propias políticas y la reacción de los mercados financieros.

En el informe se presta gran atención a las políticas estructurales y se señala la necesidad de hacer hincapié en este punto para hacer frente a las causas básicas del problema, a saber, la vulnerabilidad de los sectores financiero y empresarial. Las políticas estructurales tardan en surtir efecto y, a mi juicio, sería prematuro concluir que fueron excesivamente ambiciosas o dispersas. Una vez examinados los programas, seguimos estando convencidos de que, en los tres países, un elemento crucial de los programas tenía que ser una reforma estructural completa del sector financiero y de las empresas.

Además, se reforzaron las redes de protección social, o se crearon cuando no existían, para aliviar el costo humano de la crisis. En el documento se subraya la colaboración entre el FMI, el Banco Mundial y el Banco Asiático de Desarrollo en este campo tan importante.

Para terminar, quisiera añadir algo con respecto a otro documento, la exposición sumaria del Presidente del Directorio Ejecutivo, que tiene por objeto resumir las opiniones expresadas por los 24 directores ejecutivos



Jack Boorman (izq.) y Shailendra J. Anjaria, Director del Departamento de Relaciones Externas del FMI, responden a las preguntas en la conferencia de prensa.

que representan a los 182 países miembros del FMI. En lo tocante a los principales temas, el Directorio coincidió con la opinión del personal respecto al carácter excepcional de esta crisis y los objetivos múltiples de los programas, que incluyen políticas macroeconómicas y estructurales, así como un volumen de financiamiento externo sin precedentes.

Toda esta labor se ha encaminado al objetivo de aprovechar la experiencia que tanto nosotros como los países hemos acumulado hasta la fecha, enfrentar con energía y franqueza la crisis y brindar a los observadores ajenos a la institución nuestros propios análisis y opiniones. Efectivamente hay cosas que se pueden hacer para prevenir las crisis, como aumentar la transparencia de la información financiera y mejorar la supervisión y la reglamentación de las finanzas en todos los países. También estamos considerando diversas posibilidades para fomentar la participación del sector privado en la prevención y la solución de las crisis financieras y estudiando algunas cuestiones con respecto a la idoneidad del financiamiento oficial.

PREGUNTA: *El FMI parece haber admitido que contribuyó a los pánicos bancarios ocurridos en Indonesia tras el cierre de 16 bancos en noviembre de 1997. ¿Qué importancia tuvo este episodio en el colapso del programa y la consiguiente dislocación económica?*

BOORMAN: Ésta es una de las cuestiones más difíciles y quisiera abordarla en dos partes. En primer lugar, con

respecto al impacto que tuvieron los cierres de bancos sobre los mercados, me gustaría remitirlos a la evolución de la rupia indonesia desde mediados de 1998 y sincronizar los principales episodios de debilitamiento con el cierre de los 16 bancos, los rumores sobre la enfermedad del Presidente Suharto, el nombramiento del Sr. Habibie como candidato a la Vicepresidencia, etc. La relación entre la depreciación de la rupia y el cierre de los 16 bancos es relativamente insignificante en el contexto de la depreciación general de la moneda.

Segundo, con respecto a los cierres propiamente dichos, hay que considerar una cuestión fundamental: ¿por qué se cerraron esos bancos en ese preciso momento? No era ningún secreto que el sistema bancario de Indonesia tenía graves deficiencias. Se tenía la sensación de que había que enviar una señal en el sentido de que las autoridades harían frente al problema cerrando los bancos en dificultades. Lo que nos preocupa no es tanto si esos bancos debían cerrarse o no, sino más bien si se actuó correctamente con respecto a las garantías de depósito y si, en realidad, se cerró un número suficiente de bancos.

El problema de las garantías de depósitos nos angustió mucho a todos los que participamos en la decisión. Además del hecho de que las garantías fueran limitadas, también resultaba problemática la forma en que se promulgó y explicó la garantía. A mi juicio, no se dio mucha publicidad a la existencia de la garantía. No estaba claro en qué medida generaba confianza; incluso quienes se habrían beneficiado de la cobertura de la garantía estaban retirando sus depósitos.

PREGUNTA: *Las tasas de interés increíblemente altas dañaron la economía de Corea en su conjunto y pueden ser uno de los motivos por los que la recesión fue más profunda de lo previsto. Además, hay quienes sostienen que la reprogramación de las deudas fue más importante para estabilizar la moneda que la subida de las tasas de interés.*

BOORMAN: Quizás el capítulo más amplio del estudio sea el dedicado a la política monetaria, precisamente por las cuestiones que usted plantea. La medida en que deben elevarse las tasas de interés —y la duración del período— para contrarrestar el debilitamiento de la moneda son a la vez un arte y una ciencia. Para eso se paga precisamente a las autoridades de los bancos centrales, para que desarrollen esa sensibilidad con respecto a los mercados de modo que los entiendan y colaboren con ellos a fin de utilizar las tasas de interés para infundir confianza. En el estudio se examina la experiencia de otros países y la forma en que han utilizado las tasas de interés. Observarán que una tasa de interés interbancaria del 30% para los préstamos día a día no resulta excepcionalmente alta en el contexto de una crisis monetaria.

En cuanto a si las tasas de interés y la política monetaria se utilizaron como es debido, hay que plantearse otras dos cuestiones: cuán restrictivas se tornaron las condiciones monetarias y en qué medida contribuyeron al debilitamiento de la economía. Por lo que respecta a la primera pregunta, hay datos muy interesantes que indican que las condiciones monetarias no fueron espectacular-

mente restrictivas —ni se mantuvieron así durante mucho tiempo— ni en Corea en particular, ni en Tailandia.

Con respecto a la segunda pregunta, el informe indica que la recesión no se puede atribuir en gran medida a condiciones monetarias restrictivas, sino que fue el resultado de muchas otras cosas, entre ellas, ciertos factores dinámicamente inestables que debilitaron notablemente la situación de las empresas.

Ahora bien, no es fácil saber cómo conducir la política monetaria y la política de tasas de interés en el contexto de una crisis, especialmente cuando ésta tiene además su origen en las fallas del sistema financiero. Es necesario realizar un buen trabajo de investigación, pero la experiencia en este caso demuestra que la política monetaria funcionó bien.

En lo referente a la reprogramación de las deudas, el refinanciamiento y la reestructuración de las obligaciones a corto plazo fueron sumamente importantes para aliviar las presiones sobre el mercado de divisas. No obstante, resulta difícil señalar en qué medida contribuyeron a la estabilización de la moneda. En los episodios que siguieron a la reestructuración de enero, cuando el won se vio sometido a nuevas presiones, las medidas adoptadas indican la importancia de la política de tasas de interés.

PREGUNTA: *¿Qué medidas concretas deberían haberse adoptado para evitar la crisis y cómo se proponen ustedes mejorar las previsiones de crecimiento?*

BOORMAN: Contestando a la primera parte de su pregunta le diré que no se trata simplemente de adoptar medidas concretas; lo importante es cómo se desarrollan las actividades y se formula la política para evitar la crisis. En cada uno de estos países se hicieron cosas que justificaban una corrección hace algunos años. Estos países se colocaron en una situación de gran vulnerabilidad al aceptar la afluencia de capital a corto plazo de una manera que, a la larga, resultó desestabilizadora.

El problema está en la forma en que se realizó la apertura del mercado de capital en Corea y Tailandia. Corea permitió que los bancos se endeudaran y se financiaran en el exterior contrayendo créditos a muy corto plazo y prestando esos recursos a mediano y largo plazo a las empresas coreanas. En consecuencia, se produjo una discordancia entre los vencimientos. Al mismo tiempo, los inversionistas no podían invertir recursos a largo plazo en Corea. Los mercados de bonos no estaban desarrollados y las compras de participaciones en el capital social estaban sujetas a múltiples restricciones. La estructura hacía que el país fuese enormemente vulnerable a la apertura de los mercados debido al sesgo que favorecía el endeudamiento a corto plazo.

En cuanto a la forma de mejorar las previsiones de crecimiento, el problema guarda relación en parte con la cuestión de los supuestos. ¿Suponemos que se implementarán las medidas de política y se restablecerá la confianza? En caso afirmativo, contamos con un escenario, pero ese escenario está en situación de riesgo si los mercados no reaccionan como se espera. Una cosa que se

puede hacer es incorporar mecanismos para contingencias con más frecuencia de lo habitual. Para el programa con México incorporamos explícitamente diferentes escenarios en relación con la evolución del precio del petróleo. Otro elemento es examinar con la mayor atención posible lo que ocurre en los países del entorno si las cosas van mal. Es lo que hacemos en cierta medida cuando preparamos las Perspectivas de la economía mundial, pero también deben tenerse en cuenta otros aspectos.

PREGUNTA: *¿Puede el FMI hacer algo más para informar a los mercados?*

BOORMAN: El FMI está publicando muchos más documentos, incluidas las cartas de intención de los programas de países concretos y las notas de información al público, en los que se resumen las deliberaciones del Directorio sobre lo que ocurre en los países.

En un mundo caracterizado por la apertura de los mercados, los programas para las economías de mercados emergentes con acceso a los mercados de capital sólo funcionarán si los mercados de capital y los inversionistas privados se convencen de que se va a corregir la situación. ¿Cómo se convence a los mercados? Bueno, se puede levantar la bandera y decir que el país cuenta con un programa del FMI; por lo tanto, confíen en nosotros. Se requiere un gran volumen de información para que los mercados puedan evaluar los programas, las políticas y el grado de compromiso de las autoridades. Por su parte, los responsables de la política económica tienen que explicar las medidas que están adoptando, así como los motivos y los resultados iniciales que piensan obtener. Tienen que admitir que estos resultados no siempre son agradables y, al mismo tiempo, mantener centrada la atención del público en los objetivos.

PREGUNTA: *¿Cuáles fueron los principales errores que cometió el FMI en Asia?*

BOORMAN: Permítame ofrecerle unos pocos ejemplos del tipo de enseñanzas que estamos extrayendo. Ya he hecho alusión a dos de ellas. Con lo que sabemos ahora, habríamos insistido más en la adopción más temprana de una política monetaria más combativa y la subida de las tasas de interés. En todos estos países, la tendencia de la política monetaria y de las tasas de interés sumió a los mercados en un estado de confusión, tras producirse la flotación de los tipos de cambio, en cuanto a la medida en que los países estaban dispuestos a defender dichos tipos y a la trayectoria que iba a seguir la ejecución de la política monetaria.

Otra lección que hemos aprendido es que no hay que ser demasiado optimista ante la reacción inicial de los mercados y del público frente a los programas. En México hubo que reforzar las medidas que se habían comprometido a aplicar en principio las autoridades para que los mercados se convencieran de que éstas estaban abordando realmente los problemas. En Tailandia, la ciudadanía no se convenció de que las autoridades podían hacer frente a la situación hasta que el nuevo gobierno tomó posesión y el Ministro de Hacienda Tarrin anunció públicamente y con firmeza el diseño del programa y las medidas

que había que adoptar. En Corea, hubo que esperar a que el nuevo Presidente electo, Kim Dae Jung, manifestase en forma convincente que esas eran las medidas apropiadas y que las autoridades se comprometían a aplicarlas en su totalidad —anuncio que se complementó con la reestructuración de la deuda de los bancos comerciales— para dar un nuevo giro a los acontecimientos.

La participación del sector privado es otro tema a considerar. Para evitar las crisis, ¿cómo se puede inducir al sector privado a comportarse de una manera que haga más improbable la creación de situaciones de vulnerabilidad como las que hemos presenciado en esos países? Esto es algo que guarda relación con la supervisión y la reglamentación, tanto en el país receptor como en los países acreedores.

También plantea opciones que ya se están experimentando, como las líneas de crédito que Argentina y México mantienen con los bancos privados, que les permiten girar recursos en caso de dificultades. Es una forma de que el sector privado brinde su apoyo en tiempos de crisis, en vez de dar la impresión de correr hacia la salida y exacerbar las presiones que sufre el país.

Otra cuestión que se plantea es cómo lograr la participación del sector privado una vez desencadenada la crisis. No hay mecanismos sencillos; ninguna institución del mundo tiene autoridad para obligar al sector privado a participar en forma continuada. En los últimos dos años, hemos acumulado una vasta experiencia en Corea, Ucrania y Rusia, pero hay todavía muchos interrogantes sin respuesta, entre ellos un aspecto tan crucial como es la forma en que se debe reestructurar o reprogramar las deudas en un contexto de titulización, en el que una gran parte de dichas deudas se instrumentan en forma de bonos. Tanto nosotros como la comunidad internacional estamos estudiando estos temas para tratar de mejorar la situación. ■

No hay que ser demasiado optimista ante la reacción inicial de los mercados.

Algunas tasas del FMI

Semana del	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
18 de enero	3,48	3,48	3,72
25 de enero	3,44	3,44	3,68

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 (dólar de EE.UU., ponderación 39%; marco alemán, 21%; yen japonés, 18%; franco francés, 11%, y libra esterlina, 11%). La tasa de remuneración es la tasa de rentabilidad de la posición remunerada de los países miembros en el tramo de reserva. La tasa de cargos, una proporción de la tasa de interés del DEG (actualmente 107%), 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 en función de los acuerdos de distribución de la carga. Las tasas más recientes pueden obtenerse llamando al tel. (202) 623-7171 o consultando Internet (<http://www.imf.org/external/np/tre/sdr/sdr.htm>).

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

Los panelistas analizan el impacto de la crisis de Asia y las perspectivas de la economía mundial



El impacto de la crisis de Asia en la economía mundial, las causas de las crisis financieras y las perspectivas de que se produzca una desaceleración económica en Estados Unidos fueron algunos de los temas analizados en la reunión anual de la American Economic Association (AEA) (Alianza de Asociaciones de Ciencias Sociales) celebrada en Nueva York los días 3 a 5 de enero.



Mussa: Los mercados emergentes deben adoptar políticas más acertadas.

La crisis de Asia

En una mesa redonda sobre las enseñanzas de la crisis financiera de Asia oriental, intercambiaron opiniones funcionarios de alto nivel del FMI y el Banco Mundial y otros observadores. Michael Mussa, Director del Departamento de Estudios, señaló la probabilidad de que, como consecuencia de la crisis, el producto mundial se reduzca a un 5% por debajo del nivel potencial para el final del año 2000 y destacó cuatro puntos importantes:

- Los mercados emergentes deben adoptar políticas macroeconómicas más acertadas, que habrán de complementarse con una gestión y una supervisión reforzadas de los sistemas financieros, para reducir al mínimo la vulnerabilidad frente a las crisis financieras. Dichas políticas deben conjugarse con medidas que reduzcan también al mínimo los riesgos derivados de la cuantiosa afluencia de capital privado.
- Se deben adoptar medidas más adecuadas para reducir los daños de las crisis y los países deben seguir resistiendo las presiones excesivas de los mercados cambiarios.
- A nivel sistémico, no basta con permitir el libre juego de las fuerzas del mercado. La asistencia financiera de la comunidad internacional, y concretamente del FMI, es necesaria aunque no siempre sirva para superar con éxito todas las crisis.

- Las condiciones que han de cumplirse para que el FMI otorgue crédito ayudan a los países a adoptar las políticas apropiadas y evitar crisis en el futuro. Al respecto, el servicio de complementación de reservas puede desempeñar una función importante.

En la ronda de preguntas, Mussa indicó que, a nivel nacional existen diversos mecanismos que podrían proteger a los países de las consecuencias de las crisis. Sin embargo, a nivel internacional se cuenta con muy pocos mecanismos de este tipo.

Joseph Stiglitz, Economista Jefe del Banco Mundial, se preguntó qué había fallado en Asia. Los mercados, afirmó, no previeron *ex ante* los problemas y los elementos positivos compensaban con creces los negativos. Es cierto que se habían observado algunos problemas en Tailandia, pero eran de poca im-

portancia. En el conjunto de Asia, el milagro se había convertido en realidad y el crecimiento económico había beneficiado a la gran mayoría de la población. Incluso desde la perspectiva actual, las causas de las crisis tampoco son evidentes. El verdadero problema hay que buscarlo en la magnitud de los préstamos que contrajo el sector privado.

Además, afirmó Stiglitz, es necesario mitigar las consecuencias de las crisis. La mayoría de los países en desarrollo no cuentan con las redes de protección social de que disponen los países más avanzados, sobre todo en sectores informales como la agricultura. Se debe prestar mayor atención al riesgo que asumen los países y a las medidas necesarias para protegerlos de las consecuencias de esos riesgos. En última instancia, concluyó Stiglitz, ningún país aplica políticas perfectas y la arquitectura del sistema internacional debe ser lo suficientemente robusta para hacer frente a cualquier vicisitud.

Rudiger Dornbusch, del Instituto de Tecnología de Massachusetts (MIT) presentó una perspectiva diferente y señaló que si bien las crisis “de antes” habían afectado sobre todo a la cuenta corriente de la balanza de pagos, la crisis de Asia guardó relación con los balances, las variaciones de los tipos de cambio que hicieron aumentar la carga de la deuda y el agravamiento de los problemas por las deficiencias del sistema bancario. Debido a la globalización, la crisis desatada en un país se propagó rápidamente a otros y un pequeño problema se transformó en otro de enormes proporciones. Dornbusch sostuvo que la solución no consiste en que el FMI proporcione más recursos, sino en reestructurar la deuda en una etapa inicial. En un país como Brasil, los préstamos del FMI habían frenado la crisis y concedido un respiro: ahora el país debe adoptar una caja de conversión. Concluyó señalando la necesidad de contar con una entidad extraterritorial que actúe como prestamista de última instancia y asuma las responsabilidades del FMI.

Edmund Phelps, de la Universidad de Columbia, Nueva York, opinó que la solución a la “crisis del corporativismo” en Asia es intensificar el capitalismo. El colapso de algunas economías de Asia fue el resultado de

Fischer aborda el tema del prestamista internacional de última instancia

El 3 de enero, en un almuerzo conjunto de la American Economic Association y la Asociación Financiera de Estados Unidos, Stanley Fischer, Primer Subdirector Gerente del FMI, comentó la necesidad de contar con un prestamista de última instancia. En el último número del *Boletín del FMI* (18 de enero, páginas 6-7) se publicó un resumen de su discurso. El texto completo en inglés puede consultarse en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org).



Stiglitz: Es necesario mitigar las consecuencias de las crisis.



un largo período de desequilibrios y de expectativas excesivamente optimistas. A nivel mundial, se necesita una nueva institución independiente que divulgue información puntual a los mercados, tarea que una entidad oficial como el FMI no puede asumir porque podría desencadenar una nueva crisis.

El sistema financiero internacional

En otro panel, Stiglitz, Dornbusch y otros participantes analizaron aspectos relacionados con los mercados financieros mundiales y la política económica oficial.

Stiglitz indicó que los mecanismos actuales son bastante frágiles y enunció algunos de los principios en que deberá basarse el nuevo sistema financiero internacional. Señaló que es necesario corregir las causas básicas de los problemas actuales. Hay que reconocer que la creación de instituciones financieras sólidas es una tarea difícil incluso en los países industriales. A su juicio, los objetivos más importantes son aumentar la estabilidad de los flujos de capital e instaurar sistemas bancarios sólidos. Advirtió del peligro de asignar un carácter antropomorfo al mercado y considerarlo como una sola entidad. De hecho, tanto dentro como fuera de cada país funcionan varios mercados diferentes.

Con respecto al FMI, Dornbusch sostuvo que hay dos puntos de vista extremos. Por una parte, la idea de que habría que transformar el FMI en un banco central mundial o en un prestamista de última instancia a escala internacional; por otro lado, se argumenta que la institución ha fracasado y, por lo tanto, debe desaparecer. Según Dornbusch, es improbable que se materialice ninguno de estos dos extremos. Con respecto a las fallas que provocaron la crisis en Asia, afirmó que tanto el contenido de los programas como el nivel de la asistencia habían sido insatisfactorios. Calificó de razonables las recomendaciones normales del FMI de elevar las tasas de interés y velar por la estabilidad fiscal en momentos de crisis. No obstante, consideró que el FMI debería haber asignado prioridad a la formulación de una estrategia eficaz para hacer frente a la crisis.

David M. Jones de *Aubrey G. Lanston and Co., Inc.* planteó que si los países pudieran corregir los problemas internos de sus economías, todo funcionaría satisfactoriamente a nivel internacional. Señaló que a mediados de agosto de 1998, tras la crisis de Rusia, los mercados estuvieron al borde de un colapso, pero que los efectos de la crisis mundial se vieron atenuados gracias a las rápidas medidas adoptadas por Alan Greenspan, Presidente del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos, para estabilizar los mercados después de que el fondo especulativo de cobertura *Long-Term Capital Management* estuviese a punto de quebrar. La transparencia es un factor clave para el éxito del banco central y, evidentemente, tanto Greenspan como la Reserva Federal actuaron en forma más transparente.

China y la crisis de Asia

En un panel en el que se analizó la posibilidad de que China se contagiara de "la gripe de Asia", Jeffrey Sachs,

de Harvard Institute, felicitó a este país por haber logrado mantener una tasa de crecimiento satisfactoria en un momento en que las economías de otros países asiáticos se encontraban en una fase de estancamiento o contracción. Afirmó que la crisis de Asia puede atribuirse a varios factores, entre otros, a errores de gestión a nivel interno y al capitalismo de camarilla, que se han visto agravados por el espectacular cambio de sentido de los flujos internacionales de capital. Sachs manifestó su desacuerdo con el argumento del riesgo moral en el sentido de que la afluencia de dinero hacia los países de Asia se mantuvo por la expectativa de un programa de rescate. Según Sachs, lo que falló fue el funcionamiento de los mercados financieros internacionales, que dio lugar a una situación de pánico autoinducida.

Gene Chang de la Universidad de Toledo, Ohio, se refirió a la futura estabilidad de la moneda china, el renminbi, y afirmó que en China no existen todavía muchas de las condiciones de una crisis monetaria observadas en otras economías asiáticas. La moneda china no es convertible en la cuenta de capital, el capital extranjero no cruza libremente la frontera y China puede aislar sus mercados frente a perturbaciones externas. Una expansión fiscal podría dar lugar a un deterioro de la balanza en cuenta corriente; o si se depreciara el dólar de Hong Kong podrían suscitarse inquietudes con respecto a la estabilidad de la economía de la RAE de Hong Kong, que a su vez podrían provocar una depreciación del renminbi.

Según Elliot Parker, de la Universidad de Nevada, China puede extraer varias enseñanzas de la experiencia de Corea: que retrasar la liberalización financiera puede ser costoso, que para que haya crecimiento económico es necesaria una legislación eficaz con respecto a las quiebras, que los organismos fiscalizadores nacionales deben respaldar técnicamente la liberalización y que siempre es deseable una mayor transparencia.

Los tigres asiáticos y el efecto tequila

Guillermo Calvo y Carmen Reinhart, de la Universidad de Maryland, analizaron las similitudes y diferencias que existen entre la crisis de Asia y la crisis de México de 1994 en una sesión moderada por Stanley Fischer, Primer Subdirector Gerente del FMI.

Calvo señaló varias diferencias entre las dos crisis. Por ejemplo, el bajo nivel de ahorro fue una de las causas del problema en México, pero no así en Asia. La crisis de Rusia tuvo un fuerte impacto en los mercados porque, a pesar de que los intercambios comerciales de este país con los mercados emergentes es muy limitado y la economía de Rusia apenas representa un 1% del PIB mundial, el hecho de que este país estuviera en una situación de incumplimiento afectó a todos los mercados emergentes.



Dornbusch: El FMI debería haber formulado una estrategia eficaz frente a la deuda.



Sachs: Los inversionistas no esperaban un colapso en Asia.

A partir de un estudio de 20 mercados desarrollados y emergentes, Reinhart llegó a la conclusión de que los efectos de contagio son un fenómeno de carácter más regional que mundial. Explicó que la vulnerabilidad frente a las crisis es “no lineal”, es decir, el hecho de que un país caiga víctima de los efectos de contagio no es un indicador de que se vaya a producir una crisis en otros países, pero cuando varios países sucumben a dichos efectos, la probabilidad de que se produzcan crisis en otros países aumenta notablemente.



Calvo: La crisis de Rusia tuvo un fuerte impacto en los mercados.

Con respecto a estas dos intervenciones, Maurice Obstfeld, de la Universidad de California en Berkeley, coincidió en que la gravedad de las secuelas de las crisis de Rusia sigue siendo un misterio.

John Williamson, Economista Jefe de la Oficina Regional de Asia Meridional del Banco Mundial, señaló que los efectos de contagio en Asia tuvieron su origen en el nivel de riesgo que asumieron los países de la región en el mercado internacional. Es evidente, señaló, que hay que reglamentar los mercados de capital y mientras no se logre, los países no deben bajar la guardia.

La expansión actual

En un análisis de las perspectivas económicas de Estados Unidos, varios participantes examinaron las diferencias entre la expansión actual y otros episodios anteriores.

Mark Watson, de la Universidad de Princeton, señaló que la tendencia del PIB en la expansión actual parece ser menos inestable que en expansiones anteriores. Las tasas de interés que registran actualmente los bonos a largo plazo indican que el producto seguirá aumentando, al igual que la tasa de los fondos federales.

James Stock, de la Universidad de Harvard, afirmó que las cifras actuales de inflación y desempleo son sorprendentes. Antes, la tasa natural de desempleo (NAIRU) se había estimado en un 6,7%. Ahora el desempleo se ha reducido por debajo del límite inferior del intervalo de confianza de la tasa natural. Philip Klein, de la Universidad Estatal de Pennsylvania, indicó que en 1995 el número de huelgas en el sector industrial fue el más bajo de los últimos quince años, señal de la pérdida de poder de los sindicatos, que se ha traducido en una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo.

Alan Blinder, de la Universidad de Princeton y ex miembro de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, coincidió en que la expansión actual es diferente de las anteriores y agregó que si en 1997 hubiésemos proyectado los resultados que efectivamente se han registrado en

1999, habríamos sido el hazmerreír de todos y nos habrían echado a la calle. Explicó que la mayor transparencia de la política monetaria de la Reserva Federal había contribuido a estabilizar la volatilidad de los mercados.

Respondiendo a una pregunta sobre la posible duración de la expansión, Victor Zarnowitz, de la Fundación de Estudios Empresariales y Económicos, afirmó que, tras un período de auge, lo normal es que sobrevenga una caída, pero que en general las caídas no son graves. Por este motivo, señaló que no prevé una fuerte recesión, ni siquiera aunque la expansión actual llegue a su fin. En cualquier caso, tras una grave recesión puede producirse una expansión vigorosa. ■

Ian S. McDonald
Director del Boletín del FMI

Fotos: Denio Zara, Padraic Hughes y Pedro Marquez, FMI.



Reinhart: Los efectos de contagio son un fenómeno regional.



Williamson: Hay que reglamentar los mercados de capital.

Publicado en Internet

Notas de información al público

Evaluaciones del Directorio Ejecutivo sobre las perspectivas y las políticas económicas de los países miembros, que se publican con el consentimiento de éstos, al término de las consultas del Artículo IV con información de referencia sobre los países en cuestión.

Cartas de intención y memorandos de política económica y financiera

Preparados por cada país miembro, estos documentos describen las políticas que el país se propone aplicar en el contexto de su solicitud de asistencia financiera al FMI.

Documentos sobre parámetros de política económica

Preparados por cada país miembro en colaboración con los funcionarios del FMI y del Banco Mundial, estos documentos que se actualizan todos los años describen los objetivos económicos de las autoridades y las políticas macroeconómicas y estructurales para los programas trienales de ajuste financiados con recursos del servicio reforzado de ajuste estructural.

Documentos publicados recientemente:

- Argentina: Memorando de política económica, 11-I-99.
- Armenia: Cartas de intención, 8-XII-98 y 18-XII-98.
Documento sobre parámetros de política económica: 1998-2001.
- Benin: Carta de intención y memorando de política económica y financiera, 21-XII-98.
- Ghana: Nota de información al público No. 2, 12-I-99.
- Malawi: Documento sobre parámetros de política económica, 1998/99-2000/01.
- Níger: Documento sobre parámetros de política económica, 1998-2001.
- Tayikistán: Documento sobre parámetros de política económica, 1998-2001.

El texto completo, en inglés, puede consultarse en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org).

Las positivas medidas adoptadas por los países de Asia indican que la crisis está remitiendo

Resumen de un documento del Director Gerente del FMI, Michel Camdessus, presentado por Hubert Neiss, Director del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI, en la reunión de Ministros de Hacienda de Asia y Europa celebrada en Francfort, Alemania, el 16 de enero.

En los últimos meses, se han observado cada vez más indicios de que lo peor de la crisis de Asia puede haberse superado. El prudente optimismo que parece justificarse en estos momentos tiene su origen en las medidas que están adoptando los propios países de Asia —en algunos casos bien conocidos con el respaldo del FMI— y los gobiernos de todo el mundo para sostener la actividad económica a fin de reducir el riesgo de que se produzca una recesión mundial.

Antecedentes de la crisis

Las crisis desencadenadas en Asia oriental tuvieron su origen en la interacción de varios factores: las fallas de los sistemas financieros nacionales, la deficiente gestión de gobierno tanto en la administración pública como en las empresas y las imperfecciones del sistema mundial. Con el desarrollo de los mercados financieros mundiales, sobre todo a principios de los años noventa, se produjo una afluencia de capital a los países de Asia oriental, debida en gran medida a su excepcional reputación en materia de crecimiento y gestión económica. Pero la crisis puso de manifiesto graves deficiencias estructurales en estos países receptores de capital, deficiencias que habían quedado encubiertas por la magnitud de los flujos, la incorrecta evaluación del riesgo por parte de los acreedores extranjeros y algunas fallas en las prácticas de supervisión de varios países acreedores.

Otro factor clave fue el ritmo con se produjo de facto la liberalización de los flujos de capital a corto plazo —más rápida que la los flujos a largo plazo— que alenó a los bancos y empresas nacionales a acumular grandes volúmenes de préstamos externos a corto plazo. Como resultado, los países se tornaron sumamente vulnerables a los cambios bruscos de actitud de los inversores, lo que incidió en gran medida en la notable rapidez y virulencia con que la crisis se propagó por toda la región y amenazó con extenderse a todo el mundo.

Estrategia básica de los programas respaldados por el FMI

Dado que los países enfrentaban una crisis de liquidez inmediata, conjugada con profundos problemas estructurales, los programas tenían que ser integrales e incluir medidas de política estructurales y macroeconómicas.

- La reforma estructural, sobre todo en los sectores financiero y de empresas desempeñó una función crucial.
- Las políticas macroeconómicas se utilizaron al principio para estabilizar la economía y, posteriormente,

para apoyar la recuperación económica. Se adoptó una política monetaria encaminada a evitar una espiral de depreciación e inflación; una vez recuperada en cierta medida la estabilidad en los mercados cambiarios, se permitió el descenso de las tasas de interés. La política fiscal tenía por objeto complementar la política monetaria y dar cabida en el presupuesto a los costos de la reestructuración bancaria.

- Se consideró que los planes financieros oficiales de gran cuantía eran un complemento esencial de los programas de política para ayudar a romper el ciclo de salidas de capital, depreciación de los tipos de cambio y deficiencias de los sectores financieros.

Las dimensiones sociales de los programas se reconocieron desde el principio, pero a medida que se agudizó la recesión, se hizo evidente que las consecuencias sociales serían mucho más graves de lo previsto. Para tratar de evitarlo, se adoptaron medidas más drásticas, por ejemplo, aumentar las transferencias de ingresos y ampliar la cobertura de las redes de protección social. Los programas se han instrumentado en estrecha colaboración con el Banco Mundial y el Banco Asiático de Desarrollo.

Resultados y perspectivas

En toda la región existe un gran interés en imprimir un nuevo impulso al crecimiento. Las políticas macroeconómicas concretas más idóneas difieren de un país a otro, pero en casi todos los casos, es menester adoptar con decisión reformas estructurales.

El Directorio Ejecutivo del FMI examinó en diciembre de 1998 los programas acordados con Corea, Indonesia y Tailandia. También en el cuarto trimestre del año concluyó el examen del programa de Filipinas. Se observó que todos los programas estaban encarrilados y que los respectivos países habían efectuado las compras conforme al calendario previsto. Corea, el primer país que recurrió al nuevo servicio de complementación de reservas, pudo realizar su primera recompra importante dentro del año siguiente al estallido de la crisis, señal evidente de que los programas están funcionando.

El Directorio se sintió impresionado por los avances logrados en la estabilización de las variables financieras clave, si bien manifestó su inquietud por la gravedad de la recesión que afectaba a los países. La desaceleración fue mucho más acusada de lo que se supuso al formular los programas, debido en parte al deterioro imprevisto del entorno externo. Dada su magnitud, fue necesario revisar en profundidad las políticas económicas. Ahora que estas políticas están empezando a surtir efecto, las perspectivas de una reactivación del crecimiento en 1999 son más favorables. Aunque es difícil prever con exactitud cuándo se producirá la recuperación, parece que el crecimiento ya se ha reactivado al menos en

Corea. De confirmarse estos indicios, la duración de la recesión sería comparable a la que sufrió México hace tres años, después de la crisis.

La “otra cara de la moneda” asociada con la desaceleración y las salidas de capital fue el notable ajuste de los saldos en cuenta corriente, que sobrepasó con mucho las proyecciones originales de los programas. Estos ajustes han permitido un acusado aumento de las reservas exteriores, que ha sustentado la apreciación de la moneda, un factor crucial para recuperar la estabilidad. Las tasas de interés han bajado, sobre todo en Corea y Tailandia, a niveles comparables o incluso más bajos que los registrados antes de la crisis.

A mediano plazo, estas economías tienen el potencial necesario para retornar a una trayectoria de alto crecimiento. La solidez del ahorro y el aumento de la productividad serán factores clave para alcanzar de nuevo un crecimiento sostenible, pero persisten algunos problemas estructurales muy arraigados y la credibilidad de los programas exige acelerar aún más las reformas en los próximos meses.

Los países de Asia afectados por la crisis pueden volver a una trayectoria de crecimiento.

Otros países de Asia

La recuperación en los países afectados por la crisis depende en gran medida de la situación en el resto de la región. El entorno macroeconómico varía notablemente de un país a otro, pero en la mayoría de los casos es necesario emprender reformas de amplio alcance para reforzar las economías en el largo plazo.

Japón, por ser la segunda economía industrial más grande, está llamado a desempeñar un papel clave tanto a escala regional como mundial. Una condición previa para reactivar el crecimiento económico sostenido es la solución de los problemas del sistema bancario. La legislación aprobada en octubre de 1998 representa un paso importante en esta dirección en la medida en que establece un marco amplio que ahora debe aplicarse con eficacia y transparencia. Ahora bien, las políticas macroeconómicas también han de desempeñar una función de primer orden para estimular la demanda interna.

En *China* y en la *RAE de Hong Kong*, la evolución de la situación —sobre todo el mantenimiento con éxito de los regímenes cambiarios y el posterior recorte de las tasas de interés— han contribuido a restablecer la estabilidad en los mercados financieros asiáticos. La política fiscal también está respaldando en forma útil la demanda en ambos casos. Si bien en China es probable que se desacelere el crecimiento durante este año y, a pesar de los muchos problemas estructurales que padece el país, el desempeño económico sigue siendo un punto de apoyo para la recuperación en otros países de la región.

En *India*, la situación es un tanto distinta de la de Asia oriental, ya que el país ha registrado sólo una suave desaceleración, un aumento de la inflación y un deterioro de la balanza comercial. En esas circunstancias, las

prioridades son corregir las deficiencias de las finanzas públicas y moderar el ritmo de expansión monetaria.

En *Malasia*, la actividad económica sigue siendo precaria y las perspectivas de una recuperación sostenida son inciertas. Aunque se está aplicando una política más expansiva, nos preocupan las repercusiones que puedan tener sobre el crecimiento a mediano plazo la imposición de controles cambiarios y de capital, así como la flexibilización de algunas normas prudenciales y la introducción de los préstamos dirigidos.

Asia tras la revitalización

Los países de Asia afectados por la crisis tienen el potencial necesario para retornar a una trayectoria de rápido crecimiento aunque con tasas algo más bajas que en los años anteriores a la crisis. Los responsables de la política económica deben concentrarse en dos tareas: cimentar la economía en los elementos tradicionales que dieron origen a la notable reputación de Asia oriental en el pasado y hacer hincapié nuevamente en las políticas que fomenten un crecimiento sostenido de alta calidad.

Basándose en esos “elementos tradicionales”, las autoridades pueden hacer de Asia:

- Una región abierta y competitiva que siga evitando las políticas proteccionistas,
- que consolide su historial de políticas macroeconómicas acertadas,
- que siga manteniendo altas tasas de ahorro interno, y
- que invierta con eficiencia y fomente el progreso técnico mediante una vigorosa reforma estructural.

Asignando prioridad a las políticas que promuevan un crecimiento de alta calidad, las autoridades económicas también pueden contribuir a que en Asia:

- Se implanten sistemas financieros sólidos, basados en normas y prácticas compatibles con los principios aceptados internacionalmente.
- Se fomente un sector privado independiente y competitivo, con una sólida gestión empresarial.
- Se promueva la transparencia y el buen gobierno en un sector público que mantenga una relación de independencia entre la administración y las empresas.
- Se procure la apertura de los mercados de capital por medio de una estrategia ordenada, acompañada de un fortalecimiento de los sistemas financieros nacionales.
- Se potencie el bienestar social y la protección del medio ambiente.

Conclusión

La evolución reciente en Asia corrobora aún más la idea de que, a la larga, los países afectados por la crisis pueden volver a registrar altas tasas de crecimiento susceptibles de reflejarse en toda la región. Actualmente, es posible identificar los riesgos y las limitaciones, sobre todo en relación con el entorno externo y la afluencia de nuevos flujos de capital a la región, que impiden precisar con exactitud el ritmo y el momento de la recuperación. Pero, en nuestra opinión —que parecen compartir muchos otros fuera del FMI— dicha recuperación podría muy bien producirse antes del final de 1999. ■

A continuación se presentan fragmentos de recientes comunicados de prensa del FMI. Los textos completos, en inglés, pueden consultarse en el sitio del FMI en Internet (<http://www.imf.org>) bajo la rúbrica "news" o solicitarse a la División de Relaciones Públicas del FMI (fax: (202) 623-6278).

Benin: SRAE

El FMI ha aprobado el segundo préstamo anual a favor de Benin en el marco del SRAE por un monto equivalente a DEG 9,1 millones (unos US\$13 millones) en apoyo del programa económico para 1998-99. El préstamo podrá utilizarse en tres cuotas, la primera de las cuales estará disponible el 15 de enero de 1999.

Para consolidar los avances logrados en los últimos años, las autoridades se han propuesto implementar rigurosamente reformas económicas y estructurales y recuperar el terreno perdido recientemente por los retrasos. La estrategia a mediano plazo para 1998-2001 tiene por objeto reducir aún más los desequilibrios financieros, mantener la economía por una trayectoria de crecimiento sostenido y creación de empleo, y diversificar la base de producción. Los principales objetivos son alcanzar una tasa media de crecimiento del PIB real del 5,5% anual, mantener la inflación por debajo del 3% y reducir el déficit en cuenta corriente a niveles que puedan financiarse sin tener que recurrir a financiamiento extraordinario.

Para que esta estrategia a mediano plazo tenga éxito, el programa económico y financiero para 1998-99 tiene por objeto facilitar el acceso a los servicios públicos básicos mejorando la gestión de los recursos y aumentar el ahorro público para reducir la proporción de la inversión que se financia con recursos externos.

Reformas estructurales

A fin de revitalizar la administración del Estado y mejorar la gestión de la función pública, las autoridades iniciarán una reforma de la administración pública. Para incrementar la inversión extranjera y la inversión privada interna, las autoridades están dispuestas a ampliar el programa de privatizaciones, incluidas la reestructuración y la privatización de varias empresas públicas y la liberalización de los servicios de telecomunicaciones y el sector del algodón. El gobierno instrumentará un marco reglamentario más eficaz para fomentar un desarrollo sólido y sostenible del sector privado.

Aspectos sociales

Una de las prioridades del gobierno es mitigar el impacto de la política de ajuste en los grupos más vulnerables de la sociedad ampliando el acceso a los servicios esenciales y perseverando en la implementación de la estrategia adoptada para dar respuesta a los aspectos sociales del desarrollo.

Benin ingresó en el FMI el 10 de julio de 1963 y su cuota es de DEG 45,3 millones (unos US\$64 millones). Actualmente, sus obligaciones financieras pendientes por el uso del crédito del FMI ascienden a DEG 66 millones (unos US\$93 millones).

Comunicado de prensa No. 99/2, 11 de enero

Pakistán: SRAE, acuerdo ampliado y SFCC

El 14 de enero de 1999 el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó el segundo préstamo anual a favor de Pakistán en el marco del SRAE, concluyó el segundo examen en virtud del acuerdo ampliado y autorizó una compra en el marco del servicio de financiamiento compensatorio y para contingencias (SFCC) para hacer frente a una insuficiencia de los ingresos de exportación durante 1998.

En el marco de estos servicios financieros, se desembolsarán DEG 409,5 millones (unos US\$575 millones) una vez concluida la reunión del Directorio. Asimismo, se proporcionará asistencia adicional por un monto de DEG 417,0 millones en el marco del SRAE y de DEG 379,1 millones en virtud del acuerdo ampliado, durante el resto del período de vigencia del programa.

Objetivos del programa

A fin de reforzar la balanza de pagos y sentar las bases para lograr altas tasas de crecimiento sostenible, las autoridades de Pakistán han adoptado un programa de políticas macroeconómicas y reformas estructurales que cuentan con el respaldo del FMI, el Banco Mundial y el Banco Asiático de Desarrollo. Los objetivos macroeconómicos para el período 1998-2001 son:

- Elevar, a mediano plazo, hasta un nivel del 5%-6% la tasa de crecimiento anual del PIB real, que actualmente es del 3%-4%.
- Reducir la inflación anual a un 6% en 2001/02.

Benin: Principales indicadores económicos

	1995	1996 ¹	1997 ¹	1998	1999	Programa	
						2000	2001
	(Variación porcentual anual)						
PIB a precios constantes	4,6	5,6	5,6	4,4	5,7	5,6	5,9
	(Porcentaje del PIB)						
Déficit fiscal global (en valores de caja) ²	-8,9	-6,0	-5,4	-5,7	-3,3	-3,2	-2,8
Servicio de la deuda (incluido alivio de la deuda) ³	29,9	20,7	18,4	18,9	18,1	18,5	16,2
Balanza en cuenta corriente ⁴	-6,4	-4,5	-5,2	-4,9	-4,4	-4,5	-4,5

¹Estimaciones.

²Excluidas todas las donaciones oficiales.

³Como porcentaje del ingreso público.

⁴Incluidas las donaciones oficiales corrientes y excluidas las donaciones para proyectos.

Datos: Autoridades nacionales y estimaciones y proyecciones del personal del FMI.

• Reducir el déficit de la balanza en cuenta corriente del 3% del PIB, aproximadamente, registrado en 1998/99 a menos del 1,5% del PIB en 2001/02.

- Estabilizar la razón entre la deuda total del sector público y el PIB.
- Mejorar los indicadores sociales.

Políticas macroeconómicas y reformas estructurales

El saneamiento de las finanzas públicas es un elemento clave para alcanzar estos objetivos. Se ha establecido como meta reducir el déficit presupuestario del 5,5% del PIB registrado en 1997/98 al 4,3% del PIB en 1998/99 y al 3,3% del PIB en 1999/2000. La política monetaria se orientará a restablecer la confianza en los mercados financieros nacionales y atraer un flujo continuo de crédito al sector privado, conforme a los objetivos establecidos en materia de crecimiento y de la balanza de pagos.

Las reformas estructurales se centran en gran parte en el presupuesto y en la reestructuración y el fortalecimiento de la situación financiera de las empresas públicas. Actualmente, las autoridades están desplegando esfuerzos considerables para ampliar la base impositiva, reformar la administración tributaria y reestructurar el sector de la energía y otras empresas públicas. Al mismo tiempo, se han propuesto seguir adelante con la privatización de las instituciones financieras y la liberalización comercial y avanzar aún más en el establecimiento de un régimen cambiario y un sistema de pagos basados en principios de mercado.

Financiamiento externo

El financiamiento del programa acordado exige un esfuerzo considerable por parte de todos los acreedores de Pakistán. Para finales de enero, está prevista una reunión del Club de París a fin de considerar la solicitud presentada por Pakistán para reprogramar los pagos del servicio de la deuda a mediano y largo plazo frente a estos acreedores oficiales, que venzan durante el período del programa. Las autoridades de Pakistán tienen la intención de pedir un tratamiento comparable a los demás acreedores oficiales, bilaterales, comerciales o privados.

Comunicado de prensa No. 99/3, 15 de enero

La integración en la Unión Europea fue un factor clave en la reconfiguración del sector bancario

En uno estudio de referencia para el informe del FMI sobre Portugal, publicado recientemente, Jörg Decressin, economista del Departamento de Europa I, analiza la notable transformación de los bancos portugueses, las tareas pendientes y las enseñanzas que pueden extraerse de esta experiencia.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cómo definiría la situación del sector bancario portugués antes de la incorporación de Portugal a la Unión Europea (UE) en 1986?

DECRESSIN: Portugal nacionalizó el sistema bancario en marzo de 1975 y, posteriormente, el sector evolucionó hacia un entorno caracterizado por una intervención generalizada del sector público en la economía y la presencia de fuertes desequilibrios macroeconómicos incluido un nivel de endeudamiento del sector público que, en algunos casos, sobrepasó el 20% del PIB. Para hacer frente a este problema, el gobierno recurrió a la monetización y a la imposición de límites al crédito y

Publicaciones recientes del FMI

IMF Economic Reviews (Análisis económicos del FMI; distribución gratuita)

IMF Economic Reviews 1998: 3. Compilación de notas de información al público, septiembre a diciembre de 1998.

Staff Papers

Staff Papers, vol. 45, No. 4 (diciembre de 1998) (US\$54, los cuatro números; US\$27, para catedráticos y estudiantes universitarios).

Working Papers (Documentos de trabajo; US\$7)

98/166: *Economic Determinants of Government Subsidies*, Benedict Clements y otros. Un análisis empírico de los determinantes de las subvenciones públicas a partir de los datos de un panel para 40 países, 1975–92.

98/167: *The Decline of Traditional Sectors in Israel: The Role of the Exchange Rate and the Minimum Wage*, Eric V. Clifton. Influencia del salario mínimo y la apreciación del tipo de cambio en el declive relativo de los sectores tradicionales de Israel.

98/168: *Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile*, Bernard Laurens y Jaime Cardoso. Los autores analizan la experiencia de Chile en la gestión de los flujos de capital a corto plazo y extraen enseñanzas para los responsables de las políticas.

98/169: *Do IMF-Supported Programs Work? A Survey of the Cross-Country Empirical Evidence*, Nadeem Ul Haque y Mohsin S. Khan. Los autores pasan revista a varios estudios comparativos de países y llegan a la conclusión de que los programas respaldados por el FMI han contribuido en general a estabilizar la economía.

98/170: *Monetary Policy in the Aftermath of Currency Crises: The Case of Asia*, Ilan Goldfajn y Taimur Baig. Una evaluación de la política monetaria y su relación con el tipo de cambio en cinco países de Asia afectados por la crisis.

98/171: *Private Saving in Colombia*, Alejandro López-Mejía y Juan Ricardo Ortega. Un estudio de los principales determinantes del fuerte descenso del ahorro privado en Colombia en los años noventa.

98/172: *International Capital Flows and National Creditworthiness: Do the Fundamental Things Apply as Time Goes By?* Paul Cashin y C. John McDermott.

Los autores consideran hasta qué punto fue óptima la estructura de los empréstitos internacionales de Australia en el período que siguió a los controles de capital.

98/173: *Fixed-Income Markets in the United States, Europe, and Japan: Some Lessons for Emerging Markets*, Garry J. Schinasi y R. Todd Smith. Un análisis de los factores que contribuyeron al desarrollo y la eficacia de los mercados de títulos de deuda en las principales economías avanzadas.

98/174: *The Wage Bargaining Structure in Norway and Sweden and Its Influence on Real Wage Developments*, por Alun Thomas. El autor investiga los factores determinantes de los salarios en los sectores de bienes comerciables y servicios de Noruega y Suecia.

98/175: *Export Credit Agencies, Trade Finance, and South East Asia*, Malcolm Stephens. Un examen de las causas de la disminución del financiamiento comercial en los países del sudeste asiático a partir de 1997.

Policy Discussion Papers (Documentos de análisis de política económica (antes documentos de análisis y evaluación de la política económica); US\$7)

98/14: *Economic Transition and Social Protection—Issues and Agenda for Reform*, Sanjeev Gupta. Factores que limitan las políticas de protección social en los Estados bálticos, Rusia y otros países de la antigua Unión Soviética.

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

98/115: Rwanda—Statistical Appendix

98/116: Republic of Uzbekistan—Recent Economic Developments

98/117: Venezuela—Recent Economic Developments

98/118: Sri Lanka—Recent Economic Developments

98/119: Thailand—Statistical Appendix

98/120: India—Recent Economic Developments

98/121: Fiji—Statistical Appendix

Los pedidos deben dirigirse a: Publication Services, Box XS900, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430; fax: (202) 623-7201; correo electrónico: publications@imf.org.

La información sobre el FMI en Internet —incluidos la versión completa en inglés del *Boletín del FMI*, el suplemento anual del *Boletín del FMI, Finanzas & Desarrollo*, el catálogo actualizado de publicaciones, y los tipos de cambio diarios del DEG con respecto a 45 monedas— puede consultarse en el sitio del FMI en Internet (<http://www.imf.org>). El texto completo (en inglés) de todos los documentos de trabajo del FMI, de los documentos de análisis de política económica (anteriormente titulados, documentos de análisis y evaluación de la política económica) y de las notas de información al público también pueden consultarse en dicho sitio.

controles de capital con la esperanza de potenciar su capacidad para movilizar y canalizar recursos.

La expansión de la base monetaria fue un factor de distorsión de los balances de los bancos: los depósitos aumentaron mucho más rápidamente que el crédito al sector privado y el exceso de reservas se encauzó a la compra de títulos del Estado directa o indirectamente a través de depósitos en el banco central que devengaban bajos intereses. Prácticamente todas las tasas de interés se fijaban administrativamente, subvencionándose las correspondientes a algunos proyectos. En cifras reales, las tasas de interés eran bajas o negativas. En vísperas de la incorporación de Portugal a la Unión Europea, muchos bancos se encontraban insuficientemente capitalizados y registraban pérdidas.

BOLETÍN DEL FMI: *Posteriormente, Portugal realizó reformas de gran alcance en su sistema bancario. ¿En qué consistieron dichas reformas?*

DECRESSIN: Si bien las primeras reformas bancarias se pusieron en práctica tras la adopción de un programa de estabilización respaldado por un acuerdo de financiamiento con el FMI en 1983-85, el proceso de reforma se revitalizó posteriormente, y como resultado, un sistema que en su momento estuvo estrechamente controlado por el Estado se ha transformado en un sistema totalmente liberalizado y moderno.

La reforma incluyó la desregulación a nivel interno, la privatización y la apertura de la cuenta de capital. Se liberalizó el marco jurídico y de operaciones del sistema bancario y se reformaron los instrumentos de la política monetaria antes de reprivatizar los bancos de propiedad estatal y eliminar los controles de capital. Estas reformas permitieron a los bancos privados operar junto con los bancos públicos, se otorgó mayor autonomía al banco central y se estableció un marco para la introducción de las actividades de banca universal (lo que permitió a los bancos participar tanto en operaciones comerciales como de inversión). Además, se reforzó considerablemente la reglamentación prudencial.

En materia monetaria, las autoridades liberalizaron las tasas de interés, suprimieron los topes al crédito e introdujeron las operaciones de mercado abierto. Además, eliminaron gradualmente los controles de capital y pusieron en marcha un ambicioso programa de privatizaciones.

BOLETÍN DEL FMI: *La integración de Portugal en la Unión Europea y, posteriormente, los preparativos para el euro, ¿aceleraron el proceso de reforma?*

DECRESSIN: La integración de Portugal en la UE fue un factor crucial para la reconfiguración del sistema bancario. A este respecto, un elemento clave fue la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria de la UE, que Portugal incorporó a su legislación en 1992. En forma concertada con otros países miembros de la UE se reforzaron las normas de prudencia por medio de nuevas directivas sobre el coeficiente de solvencia, la constitución de reservas para préstamos incobrables, los requisitos de capital para hacer frente al riesgo de mercado y la concentración crediticia.

Además, con estas reformas se preparó el camino para la integración del sector bancario dentro de la UE, proceso en el que el euro actuará como catalizador. Dentro del propio sector bancario portugués, el aumento de la competencia y el descenso de las tasas de interés han hecho que se reduzcan los márgenes de intermediación. Esto, a su vez, ha desencadenado un proceso continuo de consolidación del sistema bancario y ha estimulado a los bancos a crear sólidos lazos con otros mercados, sobre todo en el ramo de los seguros, para evitar las presiones competitivas de las instituciones financieras no bancarias en la movilización de recursos y buscar nuevas fuentes de ingreso.

BOLETÍN DEL FMI: *¿Hasta qué punto es favorable la situación de Portugal para hacer frente al aumento de la competencia en la zona del euro?*

DECRESSIN: Los grandes grupos bancarios del país, que concentraban en 1997 casi el 80% de los activos del sistema bancario, se encuentran en una situación razonablemente buena para resistir el aumento de la competencia. Los resultados obtenidos recientemente son comparables en términos de rentabilidad a los de otros grandes grupos bancarios europeos, si bien una pequeña fracción de su ingreso proviene de comisiones y otras actividades afines. Los principales bancos europeos suelen ser más grandes, y por consiguiente, también lo es su productividad, pero el hecho de que en Portugal los gastos de personal sean más bajos ha compensado hasta cierto punto las diferencias de productividad.

No obstante, es posible que algunos de los bancos más pequeños sufran fuertes presiones competitivas, de lo que se deduce que el proceso de consolidación aún no ha concluido.

BOLETÍN DEL FMI: *¿Cuáles son las tareas pendientes más difíciles?*

DECRESSIN: El euro será un catalizador en la integración de los mercados financieros y dará un nuevo impulso a la reestructuración del sector de servicios financieros actualmente en marcha en Europa. Es probable que aumente la intermediación, pero también se intensificará la competencia. Como consecuencia, el sistema bancario tendrá que hacer frente básicamente a tres problemas:

En primer lugar, los bancos tendrán que generar más ingreso a partir de los cargos y comisiones reduciendo al mismo tiempo el exceso de personal y racionalizando la red de sucursales. También tendrán que solucionar las dificultades derivadas del problema del año 2000.

Segundo, a medida que los grandes grupos bancarios amplíen sus operaciones a nuevas áreas de actividad para mantener la rentabilidad, también habrá que adaptar la supervisión. Las autoridades portuguesas están instrumentando un enfoque más estructurado y formal para compartir la información y fomentar la cooperación entre el Banco de Portugal, la autoridad responsable de supervisar las compañías de seguros y la comisión de supervisión del mercado de valores.

Tercero, en los últimos años, el crecimiento económico por encima del potencial y el auge del crédito a los particulares han facilitado los planes de reestructuración,





Ian S. McDonald
Director

Sara Kane • Sheila Meehan

Elisa Diehl
Redactoras

Philip Torsani
Director de artes gráficas

Victor Barcelona
Diseñador gráfico

Edición en español

División de Español
Dirección de Servicios Lingüísticos

Julio García-Durán
Traducción

Adriana Vilar

Corrección de pruebas
y composición

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. 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 XS900, IMF, Washington D.C. 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430. Fax: (202) 623-7201. Correo electrónico: publications@imf.org.

pero esta favorable situación no puede mantenerse indefinidamente.

BOLETÍN DEL FMI: *El auge del crédito interno ¿es un motivo de preocupación?*

DECRESSIN: En última instancia, hasta que no se produzca la próxima desaceleración no se podrá determinar la calidad de estos préstamos, pero en el caso de Portugal, el endeudamiento de los hogares sigue siendo menor que en otros países de la UE (como Alemania, los Países Bajos y el Reino Unido) y el acusado descenso de las tasas de interés en los últimos años ha aliviado la carga financiera. Por otra parte, el crédito a los particulares, a diferencia del que reciben las empresas no financieras, está garantizado casi en su totalidad y el crédito hipotecario no ha estimulado un auge de los precios de los bienes raíces. No obstante, la fuerte aceleración del crecimiento del crédito desde 1997 no puede mantenerse sin suscitar inquietud con respecto a la escrupulosidad del proceso de aprobación de los créditos por parte de los bancos. Teniendo en cuenta que, en el marco de la UEM, el Banco de Portugal ya no puede elevar las tasas de interés para atenuar la expansión del crédito, la carga recaerá totalmente en la supervisión de las prácticas de concesión de préstamos.

BOLETÍN DEL FMI: *¿Qué enseñanzas provechosas podrían extraer otros países de la experiencia de Portugal?*

DECRESSIN: A diferencia de la experiencia acumulada por varios otros países, la liberalización financiera emprendida en Portugal se ha traducido en un crecimiento del crédito comparativamente moderado y más equilibrado, sin que se haya registrado un aumento sostenido de los préstamos netos externos. Normalmente, el auge del crédito que se produce tras la liberalización financiera se atribuye al aumento de las oportunidades para asumir más riesgos en el contexto de mecanismos, como la limitación de la responsabilidad, que distorsionan las decisiones de préstamo de los directivos de los bancos.

La experiencia de Portugal parece confirmar la idea convencional de que, para evitar excesos, la liberalización financiera debe realizarse gradualmente, en la secuencia adecuada, y respaldarse con una orientación prudente de la política macroeconómica y un fortalecimiento de la supervisión. En el caso de Portugal, se destacan tres factores positivos:

- **Una política macroeconómica prudente.** Una política monetaria restrictiva —requisito para la incorporación al mecanismo de tipos de cambio (MTC)— y la convergencia con los criterios de Maastricht fueron los elementos básicos de la política económica. Esta política limitó el alcance del aumento de los préstamos internos, sobre todo tras la eliminación de los topes al crédito.

- **Secuencia ordenada de las reformas.** El saneamiento de las finanzas públicas precedió a la desregulación, ya que todo el sistema bancario se había orientado a la provisión de financiamiento a bajo costo al sector público. Después, se procedió gradualmente a la liberalización financiera. Se permitió a los bancos privados operar junto con los bancos públicos mucho antes de desregular el sistema financiero, de modo de aumentar la pericia en un



Decressin: La liberalización financiera se ha traducido en un crecimiento comparativamente moderado y más equilibrado del crédito sin un aumento sostenido de los préstamos externos netos.

entorno en el que el margen para la asunción de riesgos seguía siendo limitado: algunos de esos bancos privados que habían comenzado a operar en los años ochenta crecieron hasta convertirse en compradores de los principales bancos públicos diez años más tarde. Antes de eliminarse los topes al crédito se instrumentó un marco preparatorio para la adopción de métodos indirectos de control monetario. Además, la desregulación de las tasas de interés se produjo antes de que se eliminaran dichos topes, permitiendo a los bancos cobrar tasas de rendimiento ajustadas en función del riesgo y reconstruir la rentabilidad. En la etapa final, se procedió a la apertura de la cuenta de capital, las privatizaciones estimularon el juego de la competencia y se amplió el margen de actividad al permitirse los bancos universales.

A principios de los años noventa, cuando los empréstitos externos estaban a punto de iniciar el despegue, se vieron frenados por la imposición de controles temporales sobre las entradas de capital. Y, al ampliarse notablemente el margen de asunción de riesgo en torno a 1992 con la apertura de la cuenta de capital y la introducción de los bancos universales, la turbulencia que sufrió el MTC ofreció a los agentes portugueses un ejemplo gráfico de los riesgos que entraña la actividad internacional. Se estima que esta experiencia frenó la asunción de riesgos más adelante.

- **Refuerzo de la supervisión.** Quizá lo más importante fue que la desregulación se complementó con un refuerzo de la supervisión por parte del Banco de Portugal. Por medio de varias leyes se otorgó a esta institución una mayor autonomía y facultades de supervisión y control más amplias. En el contexto de la adopción de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria de la UE, se reforzó considerablemente la reglamentación prudencial.

El documento "Portugal: Selected Issues and Statistical Appendix," No. 98/127 de la serie IMF Staff Country Reports, puede adquirirse al precio de US\$15 el ejemplar solicitándolo a IMF Publication Services. Véanse instrucciones para efectuar pedidos en la página 30.