

17	Singh: Crisis latinoamericanas
17	Argentina: Aprobación de la renovación de la deuda
22	Leiderman: Metas de inflación
24	AEA: Reunión anual
26	Taylor: Política monetaria
28	Clark y Polak: DEG
31	UE: Dificultades de la ampliación
y...	
20	Tasas del FMI
21	Publicaciones recientes
27	Publicado en Internet

Entrevista a Anoop Singh

América Latina debe enfrentar sus problemas sociales en un marco de estabilidad económica

Anoop Singh, de nacionalidad india, asumió la Dirección del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI en septiembre de 2002. Con anterioridad había sido Director de Operaciones Especiales, unidad creada en 2002 para analizar la experiencia del FMI en la resolución de crisis financieras. En ambos cargos hizo uso de sus más de 25 años de experiencia en el FMI como subdirector de los departamentos que se ocupan de la región Asia-Pacífico en la segunda mitad de los años noventa, incluido en el período de la crisis financiera asiática y sus secuelas. A principios de los años ochenta fue Asesor Especial del Gobernador del Banco de la Reserva de la India. Laura Wallace dialogó con Singh sobre los desafíos que enfrenta el departamento, en especial en el marco de los esfuerzos realizados por el FMI para poner fin a las crisis financieras en América Latina y reiniciar el crecimiento.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cuáles son las principales enseñanzas que debería extraer el FMI del colapso de Argentina



Singh: "En muchos países de mercados emergentes, un nivel seguro de deuda es casi con certeza muy inferior a lo que antes se consideraba seguro."

en 2001-02 y del respaldo financiero anterior otorgado por el FMI a las medidas adoptadas por el país?

SINGH: Las enseñanzas son muchas y aún las estamos evaluando, pero algunas ya (Continúa en la pág. 18)

Nuevo préstamo del FMI

Argentina promete disciplina fiscal y mayor seguridad jurídica



Argentina: Mayor gasto en redes de seguridad social para los más desprotegidos.

Después de un año de negociaciones, el 24 de enero el FMI aprobó una renovación de la deuda por US\$6.600 millones, que permitirá al país mantener la estabilidad en el período previo a las elecciones presidenciales que tendrán lugar en el mes de abril. El acuerdo también allana el camino para que los bancos multilaterales de desarrollo reinicien su apoyo a los programas sociales, después de la reciente liquidación de los atrasos de la Argentina con dichos bancos.

El pacto incluye un préstamo a ocho meses de alrededor de US\$2.900 millones, suficiente para cubrir todas las obligaciones de pago al FMI hasta agosto de 2003. El 28 de enero se efectuó un primer desembolso de US\$1.000 millones. El FMI también acordó prorrogar por un año otros pagos por un total de US\$3.700 millones adeudados al FMI hasta el mes de agosto. Horst Köhler, Director Gerente del FMI, dijo que "se considera que el programa transitorio constituye un paso hacia el programa integral (Continúa en la pág. 21)

Singh y América Latina

(Continuación de la pág. 17) resultan claras. En los primeros años, el sistema cambiario argentino, que consistía en un régimen de vínculo monetario muy fuerte (la convertibilidad) fue un ancla eficaz para reducir la inflación. En los años noventa, algunos componentes clave del marco de política macroeconómica, así como las medidas estructurales, resultaron cada vez más incompatibles con el mantenimiento de la convertibilidad, en especial el creciente nivel de la deuda federal y provincial. Una enseñanza clara para otros países es que un alto nivel de deuda pública aumenta la vulnerabilidad, en especial cuando existe un alto nivel de dolarización. En muchos países de mercados emergentes, un nivel seguro de deuda es casi con certeza muy inferior a lo que antes se consideraba seguro.

Algo que hemos aprendido es la necesidad de prestar aún más atención a la sostenibilidad al brindar asesoramiento.

—Anoop Singh

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cuáles son los pasos siguientes? ¿Cómo evalúa el acuerdo de renovación de deudas celebrado en enero?

SINGH: Desde hace por lo menos un año, las partes han venido intentando elaborar un sólido marco de política económica que permita a la Argentina recuperarse de la crisis y restablecer las bases del crecimiento. Este proceso ha sido mucho más prolongado de lo que era posible prever, en parte debido a que la crisis es muy profunda y en parte porque es difícil, en medio de una crisis de esas proporciones, obtener el consenso necesario en todos los sectores de la comunidad para llevar adelante un vigoroso programa de recuperación. El Gobierno ha puesto en marcha un programa de transición como primer paso hacia un programa más general, que podría elaborarse poco después de que el nuevo gobierno asuma sus funciones a fines de mayo. Se espera que este programa ayude a mantener la estabilidad macroeconómica durante la transición política, y que pueda ser sucedido por un programa más general elaborado por el nuevo gobierno.

BOLETÍN DEL FMI: En la prensa han aparecido muchas críticas en el sentido de que los móviles del proceso no son totalmente claros. ¿Puede afirmarse que el FMI simplemente ha respondido a presiones de sus principales accionistas, o que se ha limitado a tratar de evitar la acumulación de atrasos frente a la institución?

SINGH: Como dije, todos hemos procurado un programa general que brinde firmes seguridades, no sólo en cuanto a la política macroeconómica inmediata y su aplicación, sino también en cuanto a una reestructuración económica que abarque, entre otras cosas, el sistema bancario, las relaciones fiscales con las provincias, la reforma tributaria y la deuda. Era imposible lograrlo todo simultáneamente, pero esperamos que el programa de transición sea un puente hacia ese programa general. No creo que sea muy productivo

formular conjeturas sobre los motivos. Todas las partes han compartido el mismo objetivo para la Argentina —una recuperación plena y duradera— y el FMI está decidido a hacer que el programa de transición funcione adecuadamente.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Por qué las mejoras de política económica que el FMI alaba desde los años ochenta parecen haber beneficiado tan poco a América Latina?

SINGH: Fue mucho lo logrado en los años noventa, en especial en cuanto a la reducción de la inflación, y creo que debemos abstenernos de considerar a la región en conjunto, aun cuando hay muchos elementos comunes. Varios países lograron reforzar su marco de política económica y mantener el crecimiento; otros se mostraron más susceptibles a las crisis recurrentes. Los primeros hicieron hincapié en la solidez fiscal y la reforma institucional, en tanto que otros países siguieron siendo propensos a las crisis debido a contradicciones del marco de política económica. Otro factor clave fue la intensa o creciente dolarización del sistema bancario y de la deuda. En muchos países los beneficios de la reforma y el crecimiento económico no se repartieron en forma amplia; subsistió el problema de la reforma del régimen laboral, y no se mejoró suficientemente el sistema de fijación de objetivos para el gasto social, lo que significa que las desigualdades de ingresos siguieron siendo altas o que los logros anteriores comenzaron a dejar paso a un rápido deterioro al tambalearse el crecimiento económico en los años noventa.

Algo que hemos aprendido es la necesidad de prestar aún más atención a la sostenibilidad al brindar asesoramiento. Es preciso coordinar mejor con el Banco Mundial y con el Banco Interamericano de Desarrollo. Por supuesto, también son esenciales la coherencia política y el consenso, que con frecuencia han revestido más importancia que los factores económicos.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Ya ha pasado lo peor en América Latina?

SINGH: En algunos países se registran tendencias y hechos positivos, pero el entorno internacional sigue siendo difícil para la región, y muchos países aún deben enfrentar en forma adecuada importantes fallas y vulnerabilidades.

En la faz positiva cabe mencionar el caso de Brasil, que ha completado en forma ejemplar un complicado proceso de transición política, recibido con beneplácito por los mercados, a lo que se agregó el mejoramiento de los indicadores de riesgo. Hemos iniciado un temprano diálogo con el nuevo equipo económico, que está preservando la continuidad de la política económica, aunque se dispone a hacer frente a las

desigualdades sociales y de ingresos. Hace pocos días, el Director Gerente del FMI y yo mantuvimos nuestra segunda reunión con el Presidente Lula da Silva. Me gustaría creer que el FMI ha cumplido un papel de apoyo en la transición de Brasil. Pocos meses antes de las elecciones, la institución aprobó un nuevo préstamo, cuyo plazo finalizará en 2003, en respaldo de un programa cuyos elementos básicos hicieron suyos los principales candidatos presidenciales. Desde que asumió sus funciones, el nuevo gobierno comenzó a realizar el seguimiento de ese proceso a través de anuncios y políticas compatibles con el programa. Además, a medida que los participantes del mercado comprendieron, en las últimas semanas, que se ha garantizado la continuidad económica y que el nuevo presidente procura lograrlo haciendo mucho mayor hincapié en la equidad social —en lo que coincidimos plenamente— muchos indicadores económicos mejoraron en forma considerable. Por supuesto, el caso de Brasil no es el único.

BOLETÍN DEL FMI: ¿El modelo de transición de Brasil es el que a Argentina le convendría imitar?

SINGH: Como es natural, cada caso es diferente. Argentina dispone ahora de un programa para su período de transición política, con la expectativa de que el próximo gobierno elabore rápidamente su propio programa. No obstante, deberían destacarse algunos importantes aspectos de la transición brasileña, en especial el hecho de que los candidatos presidenciales se reunieron para hacer hincapié en el amplio consenso existente en la comunidad en torno a los objetivos económicos básicos. Otro ejemplo es el de Corea a fines de 1997, en que el gobierno entrante hizo suyas las medidas económicas clave del programa económico que se estaba elaborando con una celeridad sin precedentes.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Hay otras señales promisorias en América Latina?

SINGH: Ciertamente, Colombia, cuyo gobierno ha venido aplicando con éxito sólidas medidas económicas a través del Congreso. El mes pasado Colombia recuperó el acceso al mercado, lo que demuestra que los mercados reconocen las medidas adecuadas y reaccionan favorablemente a las mismas. Debe admitirse que Colombia experimenta problemas muy arduos: económicos y suscitados por el conflicto civil. Pero estamos ante un gobierno dispuesto a adoptar difíciles decisiones económicas, por lo cual a mediados de enero el Directorio del FMI acordó el otorgamiento de un nuevo préstamo. Quisiera mencionar también el caso de Perú, que ha logrado mantener un crecimiento relativamente acelerado en un entorno externo difícil, persistiendo, al mismo tiempo, en la aplicación de reformas económicas esenciales. También resultan alentadores los pasos iniciales adoptados por el nuevo gobierno de Ecuador.

BOLETÍN DEL FMI: Por lo tanto, lo peor ya ha pasado.

SINGH: Es difícil afirmarlo. Muchos países siguen siendo vulnerables, debido al alto nivel de la deuda, la dolarización, el bajo crecimiento y las pronunciadas desigualdades de ingresos. La situación externa también sigue siendo difícil, con muchos riesgos de que no se alcancen los objetivos perseguidos. No cabe duda de que, en todas partes, los países deben continuar las reformas económicas, extendiéndolas al fortalecimiento de las instituciones, pero ello requiere consenso en toda la comunidad, lo que es difícil lograr en un entorno de escaso crecimiento y pronunciada desigualdad. No obstante, cabe prever que los mercados reaccionen positivamente frente a los países que estén en condiciones de llevar a cabo esos cambios.

BOLETÍN DEL FMI: ¿En qué medida la suerte de América Latina está vinculada a la de Estados Unidos?

SINGH: La importancia de Estados Unidos puede demostrarse por lo menos por dos vías. Primero, en relación con el vínculo comercial existente. En el caso de México, el Tratado de Libre Comercio de América del Norte ha contribuido a incrementar el comercio entre Estados Unidos y México, de alrededor de un cuarto hasta casi la mitad del PIB de México. En otros países latinoamericanos, el vínculo comercial no es tan importante, pero el comercio con Estados Unidos representa casi un tercio del total del comercio. En segundo lugar, en cuanto al vínculo financiero. Una proporción considerable de la afluencia de capital a América Latina proviene de Estados Unidos, y como América Latina ha tendido a depender notablemente de las inversiones de cartera, las fluctuaciones de las tasas de interés en Estados Unidos afecta de manera importante a las tasas de interés de América Latina. Además, no se debe olvidar el importante papel que la economía estadounidense cumplió en la crisis asiática de 1997–98, cuando contribuyó a acelerar la recuperación de las economías asiáticas a través de la exportación, y a poner a América Latina a cubierto de algunos de los peores efectos de la crisis.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué enseñanzas se acumularon durante la crisis asiática que se estén tratando de utilizar para enfrentar las de América Latina?

SINGH: Aunque cada crisis es diferente, la crisis asiática puso de manifiesto los vínculos existentes entre los sectores financiero y empresarial y la situación externa. En la actualidad comprendemos mejor el proceso de desarrollo de las crisis de la cuenta de capital, la necesidad de mantener la solidez del sector financiero y de



Singh: “En cuanto a nuestras relaciones con los países, debemos realizar una labor de extensión hacia segmentos más amplios de la comunidad.”

Muchos países siguen siendo vulnerables, debido al alto nivel de la deuda, la dolarización, el bajo crecimiento y las pronunciadas desigualdades de ingresos.

—Anoop Singh

adoptar medidas enérgicas en casos de insolvencia, estableciendo mecanismos eficientes que permitan enfrentar el problema de los préstamos en mora y facilitar la reestructuración de las empresas. Se requieren alternativas a los procesos judiciales —que serían demasiado largos— para resolver situaciones de insolvencia de las empresas, lo que revela la importancia de establecer procedimientos extrajudiciales de reestructuración, con incentivos equilibrados para los acreedores y los deudores. Además se comprende mejor la necesidad de solidez y coherencia entre los diferentes componentes del marco de políticas. En consecuencia, si un país tiene un sistema de tipos de cambios fijos, debe adoptar medidas económicas compatibles con ese sistema.

BOLETÍN DEL FMI: ¿A América Latina le es factible realizar una lucha más enérgica contra la pobreza y la desigualdad de ingresos mientras procura restablecer sus finanzas?

SINGH: No se trata de saber si es factible. Es indispensable. No es posible lograr sostenibilidad económica sin sostenibilidad social. El desafío consiste en enfrentar el problema de las desigualdades sociales manteniendo al mismo tiempo la estabilidad macroeconómica. Si se eliminaran las rigideces que presentan muchos países en materia de ingreso y gasto fiscal, sería posible establecer mejores objetivos para el gasto social. Consideremos el caso de Brasil: aunque el coeficiente tributario de ese país supera el 30% del PIB, gran parte del ingreso está destinado a usos que dejan escaso lugar a los gastos discrecionales. En otros países, en que la presión fiscal es baja, el aumento del gasto social implica aumentar los ingresos, pero, también en este caso, ello puede lograrse en cierta medida eliminando exenciones y concesiones. No siempre se trata de aumentar las tasas tributarias, sino de generar

un espíritu de cumplimiento voluntario de las obligaciones impositivas, lo que es difícil.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Confía en un futuro mejor?

SINGH: Sí claro. Pero tengo presente que para ello se requerirá, en muchos países, el firme consenso de hacer frente al problema de los intereses creados y adoptar todas las medidas necesarias para asegurar la sostenibilidad fiscal y el crecimiento, lo que no es fácil, especialmente en un entorno de débil crecimiento económico.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cuáles son sus planes para el Departamento del Hemisferio Occidental? ¿Deben esperar alguna modificación en el trabajo del FMI con los países de la región?

SINGH: No han transcurrido más que unos pocos meses, pero muchos desafíos ya están claros. Mantuvimos un primer retiro con los técnicos de la institución y hemos sentado determinados principios de gestión, pero subsiste el riesgo de que nos preocupemos excesivamente de algunos países que requieren atención inmediata. También estamos tratando de crear capacidad de investigación y acumular enseñanzas a partir de la experiencia reciente de América Latina. Hemos comenzado a elaborar un estudio en que se evaluará la situación de América Latina, se extraerán enseñanzas de los años noventa y se elaborarán propuestas para mejorar nuestro asesoramiento. Además estamos preparando una conferencia sobre América Latina, que tendrá lugar en el segundo semestre del año.

En cuanto a nuestras relaciones con los países, debemos realizar una labor de extensión hacia segmentos más amplios de la comunidad. En mis visitas iniciales a Argentina realizamos un importante esfuerzo en este sentido, reuniéndonos con autoridades y funcionarios administrativos provinciales, dirigentes sindicales, autoridades bancarias, representantes de la Iglesia y otras personalidades. Creo que esta labor nos resultó sumamente útil para comprender más cabalmente la profundidad y complejidad de la crisis argentina. Evidentemente, no en todos los países puede realizarse una labor de ese género, pero nos gustaría lograrlo.

BOLETÍN DEL FMI: Usted es el primer Director del Departamento del Hemisferio Occidental que no habla español. ¿Ha sido un inconveniente grave?

SINGH: Estoy tratando de superar ese inconveniente, que en verdad es mucho menor de lo que temía. En todas partes de América Latina se habla muy bien el inglés, y todas las personas con quienes me he reunido se han mostrado muy comprensivas ante mi evidente desconocimiento del español. Por otra parte, cuando es necesario cuento con el excelente respaldo de intérpretes del FMI. ■

Tasas del FMI

Semana del	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
27 de enero	1,88	1,88	2,41
3 de febrero	1,86	1,86	2,38

La tasa de interés del DEG y la tasa de remuneración se calculan como promedio ponderado de las tasas de interés de determinados valores financieros nacionales a corto plazo que se negocian en los mercados monetarios de los cinco países cuyas monedas constituyen la cesta de valoración del DEG. La tasa de remuneración es la tasa de rentabilidad del saldo remunerado de los países miembros en el tramo de reserva. La tasa de cargos, una proporción de la tasa de interés del DEG, es el costo del uso de los recursos financieros del FMI. Las tres tasas se calculan todos los viernes y se aplican a la semana siguiente. Las tasas básicas de remuneración y de cargos se ajustan además con arreglo a los mecanismos de distribución de la carga. Las tasas más recientes pueden obtenerse llamando al teléfono (202) 623-7171 o consultando Internet (www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2003).

Puede obtenerse información general sobre financiamiento y tasas del FMI en www.imf.org/external/fin.htm.

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

Nuevo respiro para Argentina

(Continuación de la pág. 17) a mediano plazo que se necesita para restablecer la confianza de los inversionistas y la afluencia de capitales, lograr la viabilidad fiscal y externa y establecer un crecimiento sustentable en la Argentina”.

El programa de transición tiene por finalidad mantener la disciplina fiscal y monetaria, evitar cambios de política y restituir la seguridad jurídica, dijo el FMI. El programa monetario se propone limitar el crecimiento de la base monetaria para contener las expectativas inflacionarias, mientras que el programa fiscal prevé un firme control del gasto primario a los niveles federal y provincial. Argentina se ha comprometido a elevar al 2,5% del PIB para 2003, —en comparación con el 0,7% en 2002— el superávit primario fijado como meta presupuestaria, que es un indicador de la capacidad del gobierno para pagar las deudas. El superávit primario de los gobiernos provinciales deberá ser de alrededor del 0,4% del PIB en 2003, frente a un déficit del 0,5% en 2002.

El FMI dijo que las autoridades argentinas se proponen mantener una estrecha colaboración con el Congreso para asegurar la aprobación de las medidas de recaudación de ingresos necesarias para cumplir las metas fiscales. El programa contempla la duplicación de gastos en una red de protección social, del 0,6% del PIB en 2001 al 1,2% del PIB en 2003. Con el fin de preparar el camino para el nuevo gobierno que resulte electo en mayo, las autoridades formularán las reformas estructurales fiscales necesarias para ampliar la base imponible, mejorar la administración tributaria y reformar las relaciones intergubernamentales.

El programa de transición supone un crecimiento del PIB real de alrededor del 2% al 3% en 2003, frente a una contracción del 11% estimada para 2002, la contención de la inflación en un nivel del 35%, un superávit en cuenta corriente de aproximadamente US\$6.500 millones y la invariabilidad, en términos generales, del nivel de las reservas internacionales brutas. ■

Publicaciones recientes

IMF Working Papers (Documentos de trabajo; US\$15)

- 02/211: *An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America*, Andrew Berg, Eduardo Borensztein y Paolo Mauro
- 02/212: *A Political-Economic Model of the Choice of Exchange Rate Regime*, Yan Sun
- 02/213: *The Persistence of Corruption and Slow Economic Growth*, Paolo Mauro
- 02/214: *WTO Financial Services Commitments: Determinants and Impact on Financial Stability*, Nico Valckx
- 02/215: *Implications of Migration on Income and Welfare of Nationals*, Kenichi Ueda
- 02/216: *Population Aging and Long-Term Fiscal Sustainability in Austria*, Leif Lybecker Eskesen
- 02/217: *International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System*, Peter B. Clark y Jacques J. Polak
- 02/218: *Financial Contagion and Investor "Learning": An Empirical Investigation*, Ritu Basu
- 02/219: *Welfare Effects of Transparency in Foreign Exchange Markets: The Role of Hedging Opportunities*, Burkhard Drees y Bernhard Eckwert
- 02/220: *Monetary Policy Credibility and the Unemployment-Inflation Trade-Off: Some Evidence from 17 Industrial Countries*, Douglas M. Laxton y Papa N'Diaye

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

- 03/01: Tanzania: 2002 Article IV Consultation, Fifth Review Under the PRGF, and Request for an Extension of the Arrangement and Waiver of Performance Criterion
- 03/02: Tanzania: Selected Issues and Statistical Appendix
- 03/04: Bosnia and Herzegovina: First Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Waiver of Performance Criteria
- 03/05: Republic of Tajikistan: Selected Issues and Statistical Appendix
- 03/06: Madagascar: 2002 Article IV Consultation, Second Review Under the PRGF, and Requests for Extension of Arrangement, Waiver of Performance Criteria, and Additional Interim Assistance Under the Enhanced HIPC Initiative

Temas de economía (gratis)

- La pobreza rural en los países en desarrollo: Su relación con la política pública*, Mahmood H. Khan (No. 26)
- El sistema jubilatorio: Un rompecabezas. Prerrequisitos y opciones de políticas en el diseño de jubilaciones y pensiones*, Nicholas Barr (No. 29)
- Ocultándose en las sombras: El crecimiento de la economía subterránea*, Friedrich Schneider y Dominik Enste (No. 30)

Otras publicaciones

- Government Finance Statistics Yearbook 2002* (US\$80)

Los pedidos deben dirigirse a: IMF Publication Services, Box X2002, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430; fax: (202) 623-7201; correo electrónico: publications@imf.org.

En el sitio www.imf.org se publica información en inglés sobre el FMI, entre la que se incluye la versión completa 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. El texto completo en inglés de todos los documentos de trabajo del FMI y de los documentos de análisis de política económica también puede consultarse en dicho sitio. En www.imf.org/external/spa/index.htm se presenta una selección de documentos en español.

Adoptar un régimen de metas de inflación es difícil en los mercados emergentes



Cerca de 20 países han adoptado oficialmente un sistema de fijación de metas de inflación, un marco de política monetaria que contempla metas específicas (o una gama de metas) de inflación. El 19 de diciembre de 2002, Leonardo Leiderman, de la Universidad de Tel Aviv, dirigió un seminario del Instituto del FMI sobre los desafíos que enfrentan las economías de mercados emergentes con este régimen. El disertante afirmó que, en general, el esquema de metas de inflación había sido positivo para estos países, a pesar de esos desafíos.

“que todos los integrantes de la orquesta toquen juntos”. Ello significa que la tesorería y el banco central tienen que estar de acuerdo con la meta y las políticas que permitan alcanzarla. Las presiones de la tesorería para que el banco central financie una gran proporción del presupuesto (a través de la emisión de dinero) pueden socavar cualquier régimen monetario. La experiencia de los mercados emergentes indica que la adopción de metas de inflación no aísla automáticamente al banco central de tales presiones. Las instituciones que determinan las remuneraciones también deben respaldar las metas inflacionarias del banco central.

Momentos difíciles

Leiderman señaló que en varios países de mercados emergentes —entre otros, Brasil, Colombia, Israel y México— los pronósticos de inflación superan la banda de tasas anunciadas. En Brasil, por ejemplo, aunque la meta inicial del banco central para 2003 fue de 4% (más o menos un 2,5%), el sector privado proyecta una tasa de inflación del 11% en 2003, como consecuencia del repunte inflacionario resultante de la marcada depreciación del real ocurrida el año pasado y el alza del precio de los combustibles.

¿Qué medidas adoptarán los bancos centrales para hacer frente a esta situación? Por una parte, tienen

Leiderman: “Como en todo régimen monetario, el éxito del esquema exige que todos los integrantes de la orquesta toquen juntos.”

Este régimen ya no se confina principalmente a los países industriales. Muchas economías de mercados emergentes y países en desarrollo lo han adoptado (véase el recuadro). No obstante, para ese primer grupo de países, llevarlo a la práctica es más difícil que en los países industriales, por dos razones. Primero, porque estas economías parecen ser más sensibles a las conmociones, lo que puede dificultar el cumplimiento de las metas. Por ejemplo, generalmente sus tipos de cambio son más volátiles que en los países industriales, y una fuerte e inesperada depreciación de la moneda puede dificultar que el banco central cumpla las metas previamente anunciadas.

En efecto, en muchas economías de mercados emergentes, las tasas de inflación del año pasado no se situaron dentro de la gama anunciada y, según Leiderman, la forma en que los países hacen frente a esta divergencia reviste importancia crítica para la viabilidad del esquema como régimen monetario.

Segundo, como en todo régimen monetario, el éxito del esquema exige

Un mayor número de economías de mercados emergentes está adoptando metas de inflación

(Clasificación por régimen cambiario)

Flotación independiente	Tipos fijos dentro de bandas horizontales	Tipos dentro de bandas móviles	Flotación regulada sin trayectoria preanunciada
Australia	Hungría	Israel	Tailandia
Brasil			
Canadá			
Chile			
Colombia			
Corea			
Islandia			
México			
Nueva Zelandia			
Noruega			
Polonia			
Reino Unido			
República Checa			
Sudáfrica			
Suecia			

Fuente: FMI, *International Finance Statistics*, enero de 2003. La clasificación corresponde a fines de 2001.

Israel no cumplió las metas anuales, pero en promedio se acercó a las metas fijadas para el período

Años	Meta de inflación	Inflación
1992-2002	7,0	7,1
1992-1996	10,2	10,8
1997-1998	6,3	7,8
1999-2002	3,3	2,3

Fuente: Leonardo Leiderman, "Inflation Targeting in an Emerging Market Context", seminario del Instituto del FMI, 19 de diciembre de 2002. La cifra correspondiente a la inflación en 2002 es una estimación basada en datos de los primeros 11 meses de ese año.

que tomar en serio estas desviaciones si quieren mantener la credibilidad del régimen. Por la otra, dijo Leiderman, deben evitar ser considerados monetaristas fanáticos que, por atenerse rígidamente a la meta de inflación, hacen caso omiso de las repercusiones a corto plazo sobre el producto y el empleo. Esta tensión entre el deseo de una meta "inflexible" para lograr o mantener la credibilidad y una meta "blanda" que otorgue margen para hacer frente a acontecimientos imprevistos en la economía ha existido desde que empezaron a utilizarse metas de inflación. Aunque inicialmente se prefirieron las metas "inflexibles", en la actualidad parece observarse una preferencia por un enfoque más flexible.

A veces hay que ser compasivo

Leiderman prevé que, entre las economías de los mercados emergentes, un número cada vez mayor adoptará el modelo australiano de metas "blandas", en que el banco central procura mantener una meta de inflación "durante el transcurso del ciclo", o "como objetivo a mediano plazo".

Calificó como positiva esa decisión. La experiencia de países que llevan varios años aplicando un esquema de metas de inflación parece indicar que al público le interesa el desempeño promedio del banco central durante el período, más que los resultados de un año determinado. Señaló que en Israel, por ejemplo, el banco central no cumplió su meta de inflación en 9 de 11 años. Pero como las desviaciones fueron pequeñas, en promedio los resultados de inflación no discreparon excesivamente de los valores medios de las bandas establecidas, y el régimen fue creíble y contó con el respaldo del público (véase el cuadro).

Desde el seminario de Leiderman, el Banco Central de Brasil ha anunciado que las nuevas metas de inflación serán del 8,5% en 2003 y el 5,5% en 2004. La nueva meta para 2003 es más del doble de la meta inicial, pero, aún así, es inferior a las proyecciones del sector privado. En una carta al ministerio de Hacienda, el banco central señaló que en dos años la política monetaria logrará la convergencia entre la inflación y el tope (original) de inflación.

Importancia de la política fiscal

Si bien en general se manifestó a favor de que las economías de mercados emergentes adopten el modelo australiano, Leiderman también advirtió que es peligroso que efectúen esa transición sin la "rectitud fiscal" impuesta en Australia. En las economías de mercados emergentes, aseveró, "si la situación fiscal se deteriora, también lo

harán otras cosas". Señaló que, según muchos analistas, el éxito de la fijación de metas de inflación en Nueva Zelandia —país pionero en este ámbito— es en gran medida atribuible al programa de saneamiento fiscal adoptado simultáneamente. Las economías de mercados emergentes que opten por adoptar un régimen de metas más flexible deben, al mismo tiempo, tener cuidado de no perder de vista las metas fiscales.

En algunos casos, dijo Leiderman, el régimen de metas de inflación es objeto, no de presiones fiscales, sino de las que ejercen las instituciones que fijan los salarios. Muchas de las economías de mercados emergentes que adoptaron el esquema tenían un historial de inflación alta y crónica; pese a que, en general, lograron reducir la inflación a niveles bajos, estas instituciones —Leiderman citó el ejemplo de México— no se han ajustado del todo al nuevo régimen. Cuando siguen presentándose demandas salariales como si todavía existiese el régimen de alta inflación, el proceso inflacionario termina cobrando impulso y se dificulta el logro de las metas de inflación.

En última instancia, dijo Leiderman, los países de mercados emergentes pueden encontrar una serie de obstáculos al emprender la transición hacia un régimen de metas de inflación, pero éstos no son insuperables. El esquema de metas de inflación ha funcionado adecuadamente para la mayoría de los países que lo han adoptado, en momentos en que necesitaban una política monetaria autónoma y flexibilidad para enfrentar severas conmociones. ■

Fotos: Ali Burafi, de AFP, pág. 17; Denio Zara, Padraic Hughes, Pedro Márquez y Michael Spilotro del FMI, págs. 17, 19, 21 y 22-30; Bjarke Oersted, de AFP, pág. 32. Las fotografías de la conferencia de la NEPAD publicadas en las págs. 11-12 del No. 1, del 27 de enero, son de Ibrahima Samba.



En las economías de mercados emergentes, aseveró, "si la situación fiscal se deteriora, también lo harán otras cosas".

—Leonardo Leiderman

Reunión anual de la Asociación Económica de Estados Unidos

Vínculos entre el bienestar económico y la solidez de las instituciones financieras

En este número del Boletín del FMI se sigue pasando revista a la reunión de la AEA, realizada entre el 3 y el 5 de enero del presente año. Asimismo Caminis, Jeremy Clift, Markus Haacker y Sheila Meehan informan sobre diversos temas, desde la influencia de las instituciones en los resultados económicos hasta el papel de la tecnología de la información como promotora del crecimiento económico en Estados Unidos, y los crecientes lazos entre las economías del mundo y los requisitos para reducir la pobreza.

En la última década, las crisis en los países de mercados emergentes y el estancamiento del desarrollo en países de África subsahariana hicieron que los economistas reconsideraran la influencia de las instituciones sobre los resultados económicos. En varias sesiones de la reunión de este año se examinó este tema en sus contextos contemporáneo e histórico.



De izq. a der., Stanley Fischer, Andrei Schleifer y Lawrence Summers.

Instituciones ya. . . En el panel “Nueva economía comparada”, Andrei Schleifer (Universidad de Harvard), señaló que es hora de realizar un examen comparado de sistemas. Al diseñar las instituciones, dijo, se debería procurar evaluar las funciones relativas de la seguridad pública, el estado de derecho y el gobierno. Se trata de determinar la posición de los países en una curva de “ordenaciones privadas” (cómo resuelven los países vecinos las controversias que los separan, las tradiciones de derecho civil y consuetudinario, y la regulación pública) y cómo la tecnología y la organización social pueden modificar esa curva. Schleifer sostuvo que instituciones que funcionan adecuadamente en su entorno original pueden fracasar al ser “exportadas” a estados más pobres y más desordenados. Señaló que las tradiciones británicas de derecho consuetudinario, más orgánicas y flexibles,

pueden exportarse más fácilmente que las más rígidas y formales del derecho civil francés.

Algunos de los participantes de esta sesión (Olivier Blanchard, del MIT) y de una sesión posterior (Daron Acemoglu, del MIT) mencionaron la complejidad de los vínculos entre teoría, práctica y repercusiones. Ambos hicieron referencia a los intrincados problemas relacionados con los orígenes, las modalidades y las aplicaciones del derecho civil y consuetudinario.

En un estudio preparado con Ratna Sahay (FMI), Stanley Fischer (Citigroup y ex Primer Subdirector Gerente del FMI) se aportaron pruebas estadísticas para contrarrestar el argumento, frecuentemente mencionado, de que las instituciones financieras internacionales no tuvieron en cuenta los problemas referentes a las instituciones y al imperio del derecho en su intento unidireccional de reconstruir las economías de la antigua Unión Soviética. Los datos recogidos muestran que el producto comenzó a desplomarse cuando el viejo sistema empezó a fallar (y no cuando empezó la transición), que las reformas estructurales influyeron vigorosa y positivamente sobre el crecimiento, y que las condiciones iniciales, por ejemplo la proximidad a Europa occidental o la duración del régimen comunista en un país, revistieron importancia. A su juicio, las instituciones financieras internacionales proporcionaron una enorme asistencia técnica, y los problemas estructurales gravitaron fuertemente en las condiciones a las que el FMI supeditó su asistencia financiera.

Lawrence Summers (Universidad de Harvard, ex Secretario del Tesoro de Estados Unidos) sostuvo que es “ridículo decir que no se tuvieron en cuenta los factores institucionales” o que mantener las instituciones existentes era una opción viable. Insistió en que es imposible mantener en funcionamiento una institución que se desploma rápidamente, y que quienes estén a favor de un enfoque gradualista deben exponer algún ejemplo del éxito de ese tipo de enfoques.

¿A qué se debe que este debate siga captando la imaginación del público? En parte, según Summers, al interés creado de los soviétólogos en el tema, y también a que las leyes de la economía no gozan del respeto de que disfrutaban, por ejemplo, las leyes de la física. Reconoció además la existencia de una real preocupación por la notable disminución de la esperanza de vida y el interés que despierta el debate acerca de si el enfoque chino de transición de una

economía estatizada a una economía de mercado sugiere la posibilidad de una “vía diferente”. Summers lo negó, sosteniendo que la estrategia china no es viable para la economía rusa, más industrial y sumamente ineficiente. Predijo que dentro de 200 años los historiadores volverán la mirada a la antigua Unión Soviética y se maravillarán de las profundas diferencias entre la caída de otros imperios y su transformación, que se produjo casi sin derramamiento de sangre y con una recuperación relativamente rápida.

...y **después**. Una de las sesiones más interesantes de la AEA en materia de instituciones se centró en cuatro estudios en que nunca se llegaron a abordar cuestiones del siglo XX. De hecho, antes de que finalizara el panel sobre crecimiento económico a largo plazo e instituciones, el debate pasó del comercio exterior al matrimonio, y se remontó en el tiempo hasta el año 1000 d. C.

Un tema que desconcierta desde hace tiempo a los economistas es el referente a las causas del progreso de Europa, en comparación, por ejemplo, con Asia. Daron Acemoglu (MIT) sostuvo que el auge de Europa reflejó el creciente vigor de las ciudades-puertos del Atlántico y los cambios institucionales suscitados por una clase mercantil cada vez más poderosa. En Inglaterra, Francia y los Países Bajos, en que las instituciones existentes limitaban los derechos de la monarquía sobre el producto del comercio, los cambios fueron especialmente notables.

El comercio fue también el tema central de un estudio de Oded Galor (Universidad Brown) y Andrew Mountford (Universidad de Londres), quienes examinaron por qué una tercera parte de la población del mundo es india o china. En el siglo XVIII y a principios del siglo XIX, en una interrelación decisiva entre transición comercial y demográfica, se hizo hincapié en la importancia del trabajo calificado, se promovió la innovación tecnológica, se estimularon las inversiones en capital humano y en reducción del número de miembros de las familias. En las economías agrarias, como las de India y China, gran parte de este efecto se demoró o invirtió, lo que influyó considerablemente sobre la renta per cápita.

El componente de capital humano, según otros dos estudios, puede revelar aspectos aún más esenciales. Eric Gould (Universidad Hebrea) y los coautores de su estudio sostuvieron que los matrimonios monógamos fueron una característica destacada de las sociedades desarrolladas, y reflejaron el creciente valor asignado al capital humano —en comparación con el capital físico— y la necesidad de que cónyuges e hijos sean “de calidad adecuada”, lo que a su vez aumentó en gran medida el poder negociador de la mujer.

Nils-Petter Lagerlof (Universidad de Concordia), se preguntó si existe alguna relación entre amor y crecimiento. Según su estudio, la relación es estrecha. A su juicio, el auge de Europa data del año 1.000 d. C.,

cuando comenzó el crecimiento de la población y de la renta per cápita. Un ingrediente del despegue de Europa, a juicio de los autores, fue el abandono del sistema de los matrimonios organizados. Los matrimonios por amor promovieron la transferencia intergeneracional de la riqueza y las inversiones en beneficio de los descendientes; los matrimonios organizados por las familias, a su juicio, tendieron a desplazar la riqueza dentro de la generación paterna y a vincularse con el estancamiento del capital.

¿Se recuperará el crecimiento económico estadounidense?

En una sesión dedicada a la globalización, la nueva economía y el crecimiento económico de Estados Unidos, Martin Feldstein (Universidad de Harvard y National Bureau of Economic Research), Joseph Stiglitz (Universidad de Columbia), Dale Jorgenson y Lawrence Summers (ambos de la Universidad de Harvard), Martin Baily (Instituto de Economía Internacional y McKinsey) y Robert Gordon (Universidad del Noroeste) se refirieron al aporte de la tecnología de la información (TI) al fenomenal crecimiento experimentado por la economía estadounidense en los años noventa.

Baily sostuvo que las inversiones en TI contribuyeron al crecimiento de la productividad solo cuando estuvieron acompañadas de innovaciones de los procesos empresariales. Feldstein se refirió a las diferencias en la adopción de TI entre Estados Unidos y Europa, destacando el papel desempeñado por los incentivos de los administradores. Sostuvo que en Estados Unidos las opciones de compra de acciones y la importancia asignada a los beneficios para los accionistas promueven la innovación. En el caso de las empresas europeas, en cambio, no hay una estructura de incentivos ni un entorno empresarial que sirvan de respaldo a la reforma.

Gordon y Jorgenson consideraron improbable el retorno a las altas tasas de crecimiento de la productividad laboral experimentadas en los años noventa. En los estudios convencionales de cuantificación del crecimiento económico se subestiman, según Gordon, los efectos de la productividad de las inversiones de TI, porque no se tiene en cuenta el desfase en la adopción de procesos de producción existentes. No obstante, la inflación se contuvo en la última parte de los años noventa debido al entorno macroeconómico favorable, incluida la apreciación del dólar, los bajos precios de la energía y un hiato temporal del incremento del precio de la atención médica. En gran medida, el auge de la TI fue alimentado



Daron Acemoglu



Oded Galor



Eric Gould



Dale Jorgenson

por fuentes de demanda que actúan una única vez, incluida la invención de Internet. Jorgenson destacó que el incremento de la productividad del trabajo reflejó en gran medida el aumento de las horas de trabajo, tendencia que a su juicio no podrá mantenerse.

Taylor menciona los éxitos de la política monetaria internacional

En su intervención en la conferencia Economics in Government, el Subsecretario del Tesoro para Asuntos Internacionales de Estados Unidos, John Taylor, sostuvo que los objetivos interrelacionados de crecimiento de la productividad y estabilidad económica son esenciales para reducir la pobreza.

Si se compara el ingreso per cápita promedio en Estados Unidos —US\$90 al día— con el de los países más pobres del mundo —donde 1.300 millones de personas viven con menos de US\$1 diario— Taylor atribuyó este enorme desfase a las diferencias en la productividad del trabajo e instó a la comunidad internacional a hacer del crecimiento de la productividad uno de los objetivos de desarrollo del milenio.

Según la teoría económica, dijo Taylor, el capital debería desplazarse a aquellos países en los que los rendimientos fueran más elevados (es decir, los más pobres), y éstos deberían estar creciendo a un ritmo mayor que el de los países más adelantados. Si esto no sucede es debido a los obstáculos que existen en los países pobres a la afluencia o el uso de capital y tecnología: mal gobierno (escaso respeto de la legalidad y corrupción), educación deficiente y restricciones a las transacciones financieras (como la falta de apertura comercial, la existencia de monopolios estatales y una regulación excesiva).

Examinó las nuevas iniciativas que ha adoptado el gobierno del Presidente Bush para eliminar estos impedimentos en los países en desarrollo. Una de estas iniciativas, que se pondrá en marcha en 2004, es la Cuenta para el Desafío del Milenio, que elevaría la ayuda exterior estadounidense a US\$16.000 millones en 2006. Esta ayuda se destinará a aquellos países que satisfagan determinados criterios, tales como “una legislación justa”, “inversiones en beneficio de sus ciudadanos” y “fomento de la libertad económica”. Simultáneamente, Estados Unidos va a aumentar su contribución a la AIF en US\$100 millones anuales en el curso de tres años. Prácticamente el 100% de esta ayuda adoptará la forma de donaciones, y no de préstamos, para proyectos de educación, salud, nutrición, agua potable y saneamiento.

En contraste con los decepcionantes resultados de las economías en desarrollo, Taylor afirmó que han sido muchos los avances en el campo de la política monetaria internacional. Cuarenta y siete países han adoptado la posible y deseable “trinidad” de tipos de cambio flexibles, baja inflación y una “regla” de política monetaria que establece instrumentos específicos para definir objetivos concretos. Otros 50 países están muy dolarizados o han pasado a integrar uniones monetarias o a adoptar cajas de conversión, y 75 tienen tipos de cambio fijos o muy regulados. Solo siete

Sostuvo que la nueva economía no impedirá que las tasas de crecimiento económico recuperen su nivel de 1973–95.

En relación con los países en desarrollo, Stiglitz destacó que los que obtengan acceso a la nueva



John Taylor

tienen sistemas con tipos de cambio múltiples. Los bancos centrales están adoptando medidas para combatir las presiones inflacionarias, un cambio estratégico que ha logrado no solo reducir la inflación, sino también una mayor estabilidad financiera y una mayor estabilidad en la economía real.

Taylor se refirió seguidamente a los mercados emergentes, enumerando tres problemas que éstos enfrentan: un “aumento sustancial de la gravedad y la frecuencia de las crisis”, una notable disminución de los flujos de capital y elevadas tasas de interés real. Taylor propuso una estrategia cuádruple para encarar estos problemas. Primero, los mercados emergentes deben aplicar políticas adecuadas, mientras que el FMI debería concentrar sus esfuerzos y condiciones en la política monetaria, fiscal y cambiaria. Los siete principales países industrializados y el Grupo de los 20 (19 países industrializados y de mercados emergentes, la Unión Europea, el FMI y el Banco Mundial) deben desarrollar mejores modelos e indicadores de vulnerabilidad financiera y hacer hincapié en consideraciones de índole económica, más que política, para determinar qué países deben recibir asistencia.

Segundo, mercados y donantes deben evitar la posibilidad de contagio. En este aspecto ya se ha producido un mejoramiento, afirmó, ofreciendo como evidencia el contraste entre las reacciones que hubo ante el incumplimiento de Rusia en 1998, que provocó un aumento de las tasas de interés en otras regiones, y las que siguieron al incumplimiento de Argentina en 2001, cuando la propagación a otros países se mantuvo estable o incluso disminuyó. En tercer lugar, Taylor subrayó la importancia de aclarar los límites que deben regir la concesión de los préstamos de emergencia por parte de las instituciones financieras internacionales y del sector oficial. La dependencia respecto de los grandes paquetes de ayuda debería disminuir paulatinamente dijo, y para mitigar la incertidumbre que se produce tras una crisis, los países deberían confiar menos en préstamos bilaterales cuantiosos y poco predecibles y más en la asistencia del FMI. Por último, señaló la necesidad de reformar la reestructuración de la deuda externa para hacerla más ordenada y predecible.

Taylor instó a la comunidad internacional a hacer del crecimiento de la productividad uno de los objetivos de desarrollo del milenio.

economía podrán cerrar la brecha de conocimientos que los separa de los países avanzados. La globalización ha reforzado las perspectivas de algunos países en desarrollo, pero ha expuesto a otros a mayores riesgos, desalentando el financiamiento de la deuda y, en forma indirecta, de la inversión en TI. Respondiendo a Stiglitz, Summers señaló que factores tales como la geografía y la corrupción constituyen una rémora para algunos países en desarrollo, lo que no puede imputarse al FMI. En cuanto a Estados Unidos, hizo hincapié en la creciente importancia del sector de la TI en la economía, y señaló que la competencia en el mercado de productos, la liberalización del comercio y la inexistencia de barreras de ingreso, así como la ausencia de restricciones, suscitan presiones que promueven la innovación, y por ende la productividad.

Sincronización de las economías del G-7

En otra sesión, los panelistas examinaron si en virtud de los crecientes vínculos entre las economías del mundo, las economías avanzadas están ahora sincronizadas, o si los responsables de la política económica podrían basarse en la solidez de un mercado para contrarrestar la debilidad en otro. Los economistas intensificaron sus estudios sobre este tema a principios de 2000, cuando al cabo de una década de expansión económica comenzó una desaceleración casi simultánea en las siete mayores economías industriales: Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido. Los estudios presentados respaldan la teoría de la sincronización pero no son, sin embargo, concluyentes.

Brian Doyle y Jon Faust (Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos) dijeron que el aumento de la variación conjunta del PIB de los países industriales influiría de manera importante sobre la elaboración de las políticas económicas nacionales. Los gobiernos,

por ejemplo, tendrían que tener más en cuenta los pronósticos sobre condiciones futuras al formular previsiones sobre las economías nacionales.

Si bien llegaron a la conclusión de que en la actual desaceleración económica las tasas de crecimiento de las economías del G-7 están mutuamente correlacionadas, esa correlación no fue mayor que en ciclos económicos anteriores.

Según estudios de economistas del Banco Central Europeo (BCE), en tanto que las economías del Grupo de los Siete se vieron impulsadas en considerable medida por una dinámica común, el impacto de las economías de Estados Unidos y Canadá sobre las de Europa fue mucho mayor que el impacto de las de Europa sobre las de estos países. La globalización parece estar haciendo más pronunciada esa asimetría.

Rasmus Ruffer (BCE) señaló que el precio del petróleo influyó de manera importante sobre las tendencias de las economías del G-7, especialmente en períodos de desaceleración. No obstante, merece estudiarse con mayor detenimiento la influencia asimétrica mutua entre América del Norte y Europa.

Tamim Bayoumi (FMI) examinó el impacto de la riqueza sobre el consumo, medida por las tenencias de acciones y por la vivienda. Dado el creciente paralelismo de las tasas de interés en los distintos países del G-7, las tendencias de los precios de los activos podrían ser más importantes para la solidez de las economías del grupo. Parece claro, según Bayoumi, que la evolución de los precios de los activos será un factor de creciente importancia para los responsables de la política económica, dado su impacto directo sobre la demanda y su influencia en el mecanismo de transmisión de las variaciones del ciclo económico. ■



Joseph Stiglitz



Tamim Bayoumi

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

Notas informativas

- 02/131: El FMI aprueba un tramo de US\$16 millones a favor de Bosnia y Herzegovina en el marco de un acuerdo de derecho de giro, 20 de diciembre.
- 02/132: El FMI completa el tercer examen del acuerdo en el marco del SCLP con Djibuti y aprueba un desembolso de US\$6 millones, 20 de diciembre.
- 02/133: El FMI completa el segundo examen del acuerdo en el marco del SCLP con Madagascar y aprueba un desembolso de US\$15 millones, 23 de diciembre.

Discursos

Host Köhler, Director Gerente del FMI, palabras de apertura en la conferencia sobre el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana, Washington, D.C., 22 de enero.

“La deuda de los mercados emergentes: ¿Cuál es el problema?”

Kenneth Rogoff, Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI, conferencia sobre el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., 22 de enero.

Comunicados de prensa

- 03/07: Declaración del FMI sobre Kenya, 21 de enero.
- 03/08: Conferencia de Lucerna sobre la Iniciativa de la CEI-7, 22 de enero.

Notas de información al público

- 03/09: El FMI concluye la consulta del Artículo IV de 2002 con Colombia, 23 de enero.

Declaraciones en reuniones de donantes

Reunión del Grupo Consultivo sobre Indonesia, Daniel Citrin, Asesor Principal, Departamento de Asia y el Pacífico del FMI, 21 de enero.

Entrevista a Peter Clark y Jacques Polak

El DEG podría satisfacer la demanda de reservas, sin costo y con menor riesgo sistémico

En 1969, el FMI creó el derecho especial de giro (DEG) como activo de reserva internacional destinado a complementar los activos de reserva con que contaban los países miembros (tenencias oficiales de oro, divisas y saldo de reservas en el FMI). En un nuevo documento de trabajo, International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System, Peter B. Clark, Asesor Principal del Departamento de Estudios del FMI, y Jacques J. Polak, Director de ese departamento entre 1958 y 1979, explican que las modificaciones del sistema monetario internacional fueron en detrimento de la función asignada originalmente al DEG.

La idea de establecer un acervo mundial de liquidez internacional —fundamental para la creación del DEG— ha dejado de ser pertinente, pero subsisten sólidas razones para satisfacer parte de la creciente demanda de reservas internacionales mediante asignaciones de DEG.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Por qué dejó de ser pertinente el concepto de un acervo mundial de liquidez internacional?

POLAK: Durante el siglo pasado, los interesados en la política financiera internacional se han planteado si un acervo de liquidez internacional permite a los países acumular un nivel de reservas que sirva de respaldo a un continuo crecimiento de la economía mundial.

Varias conferencias se han ocupado de este tema, entre ellas dos celebradas inmediatamente después de la primera guerra mundial en Bruselas y Génova; la Conferencia Económica Mundial realizada en Londres en 1933, y la Conferencia de Bretton Woods de 1944.

Pero recién en 1969 pareció encontrarse una respuesta mediante la introducción del DEG, nueva forma de liquidez internacional que permitiría a la comunidad internacional crear el volumen de reservas que el mundo necesitaba. En ese momento, los activos de reserva estaban constituidos principalmente por oro y dólares de EE.UU., cuya oferta se veía restringida por el sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods. El aumento de la oferta de dólares a los tenedores externos comprometió las tenencias oficiales de oro de Estados Unidos, problema conocido como el “dilema de Triffin”.

Poco más de una década después, el problema se había disipado. No se trata de que el DEG lo haya resuelto, sino que el problema mismo desapareció cuando en 1971 Estados Unidos abandonó el sistema de convertibilidad del dólar en oro. Súbitamente hubo una disponibilidad casi ilimitada de dólares y otras monedas importantes que podían adquirirse u obtenerse en préstamo los países necesitados de reservas, lo que eliminaba la base misma del DEG.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué factores influyen sobre la demanda de reservas?

CLARK: La demanda de reservas de un país está vinculada con la magnitud de la variación de su balanza de pagos, típicamente de la cuenta corriente. De hecho, existe una relación bastante estrecha entre el nivel de reservas de un país y su importación de bienes y servicios. A lo largo del tiempo, las fluctuaciones en la cuenta de capital también han asumido creciente importancia. En las crisis recientes —en Asia, Rusia y América Latina— las fluctuaciones en gran escala de los flujos de capital acentuaron la necesidad de reservas para prevenir crisis y moderar el impacto de la salida de capital sobre el tipo de cambio. Los estudios realizados en el FMI y en otros ámbitos sugieren que la relación entre las reservas y la deuda a corto plazo puede ser un indicador clave de la suficiencia de las reservas en los países con acceso sustancial, pero no seguro, a los mercados de capital. La mayor integración de esos mercados tiende a incrementar la demanda de reservas.

En algunos casos, la demanda de reservas de los países puede reducirse. Por ejemplo, en la medida en que los países pasan de tipos de cambio relativamente fijos a sistemas de flexibilidad cambiaria —es decir, cuando responden a los desequilibrios externos ajustando el precio y no la cantidad de las divisas— cabe prever una menor necesidad de reservas para intervenir en el mercado de divisas. Muchos observadores creían que ello ocurriría con el abandono del sistema de paridades de Bretton Woods, pero las reservas siguieron aumentando considerablemente en los últimos 20 años. Aunque un país intervenga tan solo ligeramente en su tipo de cambio, manteniendo una cuenta de capital relativamente cerrada, tendrá que mantener reservas —y probablemente incrementarlas a lo largo del tiempo— para contribuir a reducir las fluctuaciones del producto debidas, por ejemplo, a una pronunciada variación de su relación de intercambio. Además, las investigaciones indican que la adopción del sistema de tipos flotantes no ha sido tan extraordinaria como



Clark: “El principal argumento para las asignaciones de DEG es que su creación prácticamente no representa costo alguno.”

comúnmente se cree. Ken Rogoff y Carmen Reinhart han encontrado que, aparte de los países industriales, hay pocos casos de países que hayan pasado significativamente a tipos de cambio flotantes. De manera que ese desplazamiento quizá haya sido más aparente que real, y no ha ejercido un impacto obvio sobre el crecimiento a largo plazo de las reservas mundiales.

BOLETÍN DEL FMI: ¿De qué opciones disponen los países al adquirir activos de reserva?

CLARK: Una de ellas es que el país mejore su balanza en cuenta corriente, pero para ello tiene que reducir la demanda interna: dejar de usar los recursos con fines de consumo o de inversión. Evidentemente, ello supone un costo real de recursos, que se mide por la tasa de rendimiento de la inversión en el país, y habitualmente se manifiesta en una tasa de interés determinada por el mercado, que es bastante baja para algunas economías de mercados emergentes y países industriales, pero muy alta para muchos otros países. Un país también puede obtener reservas emitiendo bonos denominados en moneda extranjera en mercados internacionales de capital u obteniendo crédito en bancos a tasas de interés de mercado. Luego podría mantener esas reservas en forma de depósitos o activos a corto plazo en los principales países cuyas monedas se utilizan como reserva, a fin de obtener intereses.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Y en cuanto a los plazos?

CLARK: Pueden ser muy diversos. La mayor parte de los países con economías avanzadas pueden obtener crédito a tasas de interés ligeramente superiores a la rentabilidad de los activos de reserva. Pueden financiar en condiciones satisfactorias el aumento de las reservas obteniendo crédito en mercados internacionales de capital, por lo cual en realidad no necesitan asignaciones de DEG para complementar las reservas. En cambio para otros países —en gran medida las economías de mercados emergentes— la diferencia entre la tasa de interés de sus bonos soberanos y la rentabilidad de los activos de reserva generalmente es mucho mayor. Además, esos países deben enfrentar extraordinarias fluctuaciones en cuanto a disponibilidad de fondos y plazos de financiamiento, como se ha visto en épocas de crisis. Para esos países, obtener reservas en préstamo constituye un complemento útil de la obtención de reservas propias a través de superávit en cuenta corriente, pero el acceso puede ser poco confiable y su costo puede variar considerablemente, en especial cuanto mayor es la necesidad de reservas que experimentan esos países.

BOLETÍN DEL FMI: Pese a los cambios en el sistema monetario internacional, ustedes siguen considerando convenientes las asignaciones de DEG para mejorar el funcionamiento del sistema y satisfacer las necesidades de reservas de la mayoría de los países. ¿Por qué?



CLARK: Primero, la mayor parte de los países desean ir incrementando sus reservas. Segundo, ello es costoso cuando se realiza a través del crédito y el reajuste de la cuenta corriente. El principal argumento para las asignaciones de DEG es que su creación prácticamente no representa costo alguno. Este argumento equivale a sustituir dinero mercancía por moneda fiduciaria, es decir, la sustitución de oro por moneda evita a la sociedad el costo de extraer el oro de la tierra y almacenarlo. Tercero, los DEG pueden reducir el riesgo sistémico. En lugar de depender de reservas obtenidas en préstamo, los países tendrían acceso a un mayor volumen de reservas propias, lo que reduciría su vulnerabilidad a la variación de las condiciones imperantes en los mercados internacionales de capital. Tampoco tendrían que pagar intereses, disminuyendo así el riesgo crediticio.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Por qué el FMI no se limita a otorgar más crédito, en lugar de distribuir nuevos activos de reserva?

CLARK: El crédito condicional es, naturalmente, muy importante para el FMI. Pero no existe razón alguna que lleve a restringir las actividades del FMI al financiamiento condicional, es decir el enmarcado en los programas de la institución. La propia institución ha recomendado siempre a sus países miembros que no dependan exclusivamente de las reservas condicionales. De hecho, en casi todos los casos disponer de un saldo adecuado de reservas propias es una condición en los programas del FMI. A partir de las recientes crisis de balanza de pagos, el FMI ha instado a sus países miembros a dotarse de un mayor acervo de reservas propias y ha publicado estudios sobre gestión de las reservas en que se hace hincapié en la importancia de estas últimas para reducir la vulnerabilidad de un país ante las crisis.

BOLETÍN DEL FMI: Si los países miembros del FMI respaldaran la reanudación de asignaciones regulares de DEG, ¿cuáles serían su oportunidad, frecuencia y volumen óptimos?

Jacques J. Polak (izq.) y Peter B. Clark: “A partir de las recientes crisis de balanza de pagos, el FMI ha instado a sus países miembros a dotarse de un mayor acervo de reservas propias.”

Los países industriales tienen amplio acceso a los mercados de capital, por lo que no necesitan el sistema de DEG. Ello no ocurría en el momento en que se creó el DEG en los años sesenta.

—Jacques J. Polak

POLAK: En gran medida, las críticas que rodean a la idea de realizar asignaciones de DEG se basan en el error de que los países recibirían súbitamente un gran volumen de dinero que se sentirían muy tentados a gastar, en lugar de mantener en forma de reservas. El mecanismo del DEG nunca se basó en esa idea. Por el contrario, como los países querían acumular sistemáticamente sus reservas a medida que aumentarían sus transacciones internacionales, la idea básica consistió en realizar asignaciones anuales para hacer frente a esa necesidad, que aumentaba lentamente. Las asignaciones no deberían realizarse de una sola vez, sino regularmente, en forma anual o aun trimestral, en volúmenes moderados.

CLARK: Es difícil determinar la escala óptima de una asignación de DEG. Sería preciso considerar toda una gama de variables, como el costo de adquisición de reservas, el costo del ajuste a falta de reservas que permitan financiar los desequilibrios de pagos, y las preferencias de un país en materia de riesgos. Realizar estimaciones para todos los países miembros sería una tarea ingente. El enfoque utilizado en el pasado en relación con las asignaciones de DEG consistía en estimar el aumento de la demanda de reservas y luego determinar qué fracción de ese incremento debía ser satisfecho mediante DEG. Es importante que la asignación no sea tan reducida que no surta efecto alguno, ni tan cuantiosa que haga temer una posible inflación.

POLAK: Un componente básico del diseño de un sistema de DEG era que la escala de la asignación efectuada a un país no debía basarse en la necesidad de reservas del país en determinado momento, sino en una medida objetiva que reflejara su necesidad relativa de reservas a largo plazo. Al cabo de amplios debates se llegó a la conclusión de que a falta de una mejor alternativa, las cuotas del FMI constituirían esa medida.

BOLETÍN DEL FMI: Desde la última asignación de DEG, en 1981, ha habido considerable resistencia a la realización de asignaciones adicionales. ¿Por qué?

POLAK: Esta resistencia, que se produjo poco después de la primera asignación, en 1970–72, se originó en los países industriales, algunos de los cuales creían que la última asignación representaba una decisión política, y no una ampliación lógica del sistema del DEG, ya que por ese entonces se habían hecho sentir los efectos de muchas de las modificaciones del sistema financiero



Polak: “En gran medida, las críticas que rodean a la idea de realizar asignaciones de DEG se basan en el error de que los países recibirían súbitamente un gran volumen de dinero que se sentirían muy tentados a gastar, en lugar de mantener en forma de reservas.”

internacional a las que ya nos referimos. Los países industriales tienen amplio acceso a los mercados de capital, por lo que no necesitan el sistema de DEG. Ello no ocurría en el momento en que se creó el DEG en los años sesenta.

Además, a algunos países, especialmente los países industriales, puede resultarles fuera de lugar la idea de que una misma institución —el FMI— otorgue crédito condicional, y crédito incondicional en forma de DEG. No obstante, su objeción a las asignaciones de DEG es curiosamente infundada, ya que esos mismos países absorben un costo considerable al otorgar préstamos a muy bajo interés para financiar otras necesidades de capital de los países en desarrollo a través de la AIF y del servicio de préstamos concesionarios del FMI.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Tienen motivos para ver con optimismo la posibilidad de que pueda superarse pronto esa resistencia?

POLAK: No soy nada optimista en cuanto a que pueda superarse en el futuro próximo. A mediados de los años noventa, los países industriales recomendaron una asignación especial de DEG para canalizar recursos a Rusia y otros países que formaban parte de la antigua Unión Soviética. Y en 1997, en las Reuniones Anuales del Banco Mundial y el FMI, la Junta de Gobernadores del FMI finalmente dio su respaldo a esa asignación, pero ésta no se ha realizado porque Estados Unidos no ha sancionado las leyes necesarias a ese respecto.

Recientemente, el tema de las asignaciones de DEG fue considerado en círculos no oficiales. Por ejemplo en el Informe Zedillo —preparado por la Conferencia Internacional de las Naciones Unidas sobre la Financiación para el Desarrollo celebrada en Monterrey, México, en marzo de 2002— se recomienda reanudar las asignaciones de DEG, y George Soros ha propuesto utilizar DEG para financiar el aumento de la asistencia externa. Si bien estas propuestas no se reflejaron en el Consenso de Monterrey, por lo menos fueron consideradas. ■

El documento de trabajo WP/02/217, *International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System*, preparado por Peter B. Clark y Jacques J. Polak, puede adquirirse al precio de US\$15 el ejemplar. Los pedidos deben dirigirse a IMF Publication Services, siguiendo las instrucciones que aparecen en la pág. 21.

El euro

El Banco Central Europeo planea reformas para hacer frente a la ampliación de la UE

Ante la perspectiva del aumento sustancial del número de países miembros en los próximos años, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha propuesto un sistema rotatorio de votación para garantizar la eficiencia y la puntualidad en la toma de decisiones. Antes de la decisión adoptada el 19 de diciembre de 2002, Helge Berger, del FMI, analizó las diferentes opciones que tiene ante sí el BCE.

En la reunión celebrada en Copenhague en diciembre, los 15 países miembros de la Unión Europea (UE) acordaron admitir a diez nuevos miembros, lo que facilita el camino para su incorporación en mayo de 2004. Los países candidatos son Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y la República Checa. Otros tres países también son candidatos a la adhesión: Turquía, que tendrá que esperar por lo menos dos años más para iniciar las negociaciones, y Bulgaria y Rumania, que podrían ingresar en la UE en 2007.

La ampliación plantea problemas en relación con el proceso de toma de decisiones dentro de las instituciones de la UE. Si bien la adopción del euro es un segundo paso tras la incorporación a la UE, muchos observadores contemplan la posibilidad de que el número de participantes en la zona del euro aumente de los 12 actuales (Dinamarca, Suecia y el Reino Unido todavía no han adoptado el euro, pero podrían hacerlo pronto) a 24 para el final de la década.

Según Berger, este aumento tan rápido del número de países podría tener graves consecuencias en la formulación de la política monetaria. Al duplicarse el número de países miembros de la zona, el Consejo de Gobierno de la institución pasaría de 18 a 30 miembros, lo que lo convertiría en el órgano responsable de la política monetaria más grande de los países industriales. La tradición de consenso —que, se dice, ha desempeñado un papel muy importante en

el proceso actual de toma de decisiones del BCE— podría intensificar el “problema de gran número” e incrementar los costos de dichas decisiones.

Desajuste incipiente

Al aumentar el número de países miembros, probablemente aumentaría también la diferencia global entre el peso económico y el peso político de los países miembros dentro del BCE. Actualmente, todos ellos tienen el mismo número de votos en el Consejo, y las decisiones de política monetaria se basan en mayorías simples. Como casi todos los países candidatos son pequeños —en términos económicos— respecto a los miembros actuales, la ampliación incrementaría significativamente el desajuste entre el porcentaje de voto de los países más pequeños en el Consejo y el tamaño relativo de su economía. Este “exceso de representación”, si bien no constituye necesariamente un problema, podría, no obstante, introducir un sesgo negativo en el proceso de decisión.

Para hacer frente a estos problemas, el Consejo de Gobierno del BCE propuso en diciembre un sistema de votación rotatoria. El Consejo acordó restringir sus dimensiones limitando a 15 el número de gobernadores de bancos centrales que pueden votar. Una vez que haya más de 15 países miembros en la zona del euro, se aplicará un sistema rotatorio de votación. Las cinco economías más grandes formarían un grupo y compartirían cuatro votos que irían rotando. Los países restantes se repartirán los otros 11 votos, también en forma rotatoria y (una vez que la zona del euro tenga más de 21 miembros) se organizarán en dos grupos. Según la propuesta del BCE, dentro de cada uno de los tres grupos resultantes, los países ejercerán su derecho de voto con frecuencia distinta, dependiendo de un indicador de su tamaño económico relativo, que todavía no se ha especificado.

Otras posibilidades

Berger indica que el sistema de votación rotatoria no fue la única opción que se consideró. También se tuvieron en cuenta otras reformas que se analizan en su documento:

- **Centralización:** La toma de decisiones podría centralizarse, por ejemplo, dejándola en manos de los seis miembros del actual Comité Ejecutivo del BCE.
- **Ponderación de los votos:** Otra posibilidad sería la introducción de un sistema de votos ponderados para los países miembros que no formen parte del Comité

La ampliación plantea problemas en relación con el proceso de toma de decisiones dentro de las instituciones de la UE.

Órganos rectores del BCE

El BCE está regido por un Consejo de Gobierno y un Comité Ejecutivo integrado por seis miembros. El actual Presidente es Willem F. Duisenberg. El Consejo de Gobierno es el órgano rector supremo en materia de decisiones y está integrado por los presidentes o gobernadores de los bancos centrales de los 12 países miembros de la zona del euro y los seis miembros del Comité Ejecutivo. El Consejo formula la política monetaria y fija las tasas de interés de la zona del euro. Normalmente, se reúne cada dos semanas.



Laura Wallace
Directora

Sheila Meehan
Jeremy Clift
Elisa Diehl

Christine Ebrahim-zadeh
Natalie Hairfield
Redactores

Maureen Burke
Lijun Li

Ayudantes de redacción

Philip Torsani
Director de artes gráficas

Julio R. Prego
Diseñador gráfico

Con la colaboración de
Prakash Loungani
Edición en español
División de Español
Departamento de Tecnología
y Servicios Generales

Carlos Tripodi
Traducción

Magdalena Copeland
Corrección de pruebas

Tania Fragnaud
Autoedición

El *Boletín* (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 22 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 a la directora 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 X2003, IMF, Washington D.C. 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430. Fax: (202) 623-7201. Correo electrónico: publications@imf.org.

10 de febrero de 2003

32

Ejecutivo, por ejemplo, en función del PIB o del porcentaje de población.

- *Representación por grupos*: También podría asignarse el derecho de voto conjuntamente a grupos de gobernadores de los bancos centrales nacionales y los representantes del grupo votarían en el Consejo del BCE.

De todas estas posibilidades, tanto la *centralización* como los planes de *rotación* son las que ofrecen una solución más completa al problema que plantea la ampliación de la zona del euro desde el punto de vista de la formulación de la política monetaria. Si bien la *ponderación de los votos* y la *representación por grupos* podrían garantizar que los miembros del Consejo del BCE tengan un peso político más o menos proporcional al tamaño de su economía, el gran número de responsables que participarían en la formulación de la política monetaria de aplicarse cualquiera de estos dos escenarios (directa o indirectamente) podría ser motivo de preocupación. Los enfoques orientados a la centralización del poder de decisión o a su reasignación por medio de un plan rotatorio asimétrico (en el que la frecuencia varía por país) no solo permiten hacer frente al problema del posible desajuste entre el peso político y el económico de los miembros del Consejo, sino también al problema del costo de las decisiones.

La plena centralización quizá no sea la solución óptima

Si bien la centralización total —como proponen algunos— tiene sus ventajas, desde el punto de vista de la información y de la economía política, cabría pensar que quizá no sea óptimo otorgar al Comité Ejecutivo real el poder absoluto sobre las decisiones de política monetaria. Por ejemplo, la presencia de los gobernadores de los bancos centrales en el Consejo de Gobierno del BCE se percibe a menudo como una ayuda en el proceso de producción y procesamiento de la información que se origina al nivel regional. También existe un motivo pragmático (o legalista) en el sentido de que la centralización total no permitiría salvaguardar los derechos de voto de los bancos centrales de los miembros actuales, salvaguarda que forma parte del Tratado de Maastricht. Además, el hecho de que los bancos centrales participen en la toma de decisiones del BCE, podría contribuir a la independencia del banco central de la zona del euro. De estos argumentos se deduce que, con las reformas, se debe procurar que el Comité Ejecutivo siga desempeñando un papel importante —aunque no dominante— en el Consejo de Gobierno del BCE a medida que crezca la zona del euro. La reforma propuesta por el Consejo de Gobierno, que implica solo una reducción del porcentaje relativo de votos del Comité Ejecutivo en comparación con el *status quo*, parece seguir esta línea de pensamiento.



(De izq. a der.) El Presidente francés Jacques Chirac, junto con el Ministro del Exterior francés, Dominique de Villepin, y el Primer Ministro polaco, Leszek Miller, en la cumbre de la UE en Copenhague (Dinamarca), el 13 de diciembre de 2002. Polonia es uno de los 10 países que ingresarán a la UE el año próximo.

Organizar la presencia de los gobernadores de los bancos centrales nacionales en el Consejo de Gobierno del BCE conforme a un plan de rotación podría ayudar a limitar el número total de miembros del Consejo con derecho a voto sin sacrificar la representación regional.

La rotación significaría que, en cualquier momento dado, una parte de los países de la zona del euro representados por los bancos centrales nacionales podrían votar en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE, si bien todos los gobernadores podrían estar presentes. De conformidad con la reforma propuesta, los gobernadores con derecho a voto estarían representando, en promedio, al 75% del PIB de la zona.

Además, si las frecuencias de rotación se seleccionaran asimétricamente para reflejar el tamaño relativo de la economía de los respectivos países —una de las características de la reforma propuesta por el BCE— la rotación podría garantizar la congruencia entre el peso político y el peso económico de los países miembros de la zona del euro.

Del análisis de Berger se desprende que, si bien algunos aspectos de la reforma propuesta por el BCE merecen más atención y aclaraciones, el plan de rotación propuesto ofrece un equilibrio razonable entre la necesidad de velar por la eficiencia del proceso de toma de decisiones del Consejo al aumentar el número de países de la zona del euro y garantizar la participación de los nuevos miembros en la formulación de la política monetaria. Esto ayudaría en el ámbito político y haría más plausible la reforma del BCE antes de que se produzca realmente la ampliación. ■

El presente artículo se basa en el documento de trabajo titulado *The ECB and Euro-Area Enlargement* (IMF Working Paper 02/175), preparado por Helge Berger. El documento puede adquirirse al precio de US\$15 el ejemplar solicitándolo al Servicio de Publicaciones del FMI. Véanse instrucciones de pedido en la página 21. En <http://www.ecb.int/press/02/pr021220en.pdf>, figura el texto completo del comunicado de prensa del BCE sobre el sistema rotatorio de votación propuesto.