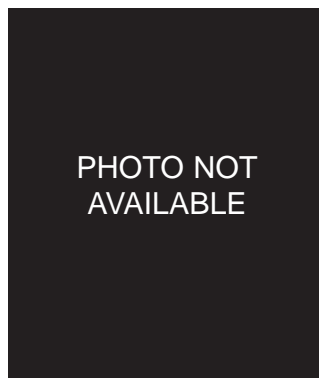


*Nuevo acuerdo sobre capital*

## El Comité de Basilea propone nuevas normas sobre coeficientes de capitalización bancaria

Tradicionalmente, los bancos asumían riesgos crediticios al otorgar préstamos directos y financiamiento a sus clientes. Fijar requisitos de capital para este tipo de riesgo era relativamente sencillo en el marco del Acuerdo sobre Capital de 1988 del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Desde entonces, sin embargo, los cambios radicales en los mercados financieros, incluida la creación de mercados secundarios en que el riesgo crediticio puede negociarse, han superado la capacidad del mecanismo básico de medición de dicho riesgo utilizado para determinar los requisitos de capital de los bancos. Los avances en el análisis y la modelización del riesgo crediticio han facilitado el desarrollo de nuevos instrumentos finan-



*William J. McDonough, Presidente del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.*

cieros y técnicas de determinación de precios que fomentaron la aparición del mercado secundario.

Para hacer frente a estos cambios, el 16 de enero el Comité de Basilea, encabezado por William J. McDonough, presidente y directivo máximo del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, publicó varios documentos consultivos sobre las normas de capitalización bancaria. El período de consulta finaliza el 31 de mayo de 2001. Se prevé que las normas definitivas quedarán concluidas hacia fines de 2001 y entrarán en vigor en 2004.

### Antecedentes

El Acuerdo de Basilea sobre Capital de 1988 estableció normas de capitalización mínima para los bancos que realizan operaciones

*(Continúa en la página 38)*

*Mohamed El-Erian*

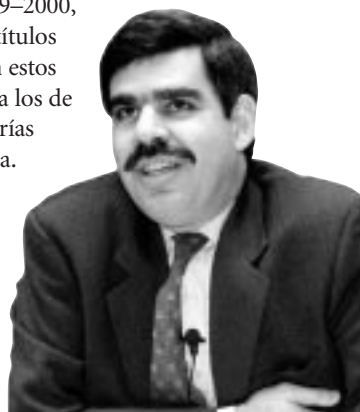
## Mercados emergentes: Evolución positiva en 2000 y panorama difícil pero promisorio en 2001

Con ocasión del seminario que el Instituto del FMI organizó para el personal de la institución el 19 de enero, Mohammed A. El-Erian, director gerente de PIMCO (Pacific International Management Company) y ex funcionario del FMI, presentó sus puntos de vista sobre las tendencias de los mercados de capital en las economías emergentes. En su exposición destacó la sólida actuación de los mercados en 2000, pese a los vaivenes internacionales. Asimismo, señaló que la economía de Estados Unidos y las bases internas de las economías de mercados emergentes serán los dos factores determinantes en 2001.

El-Erian destacó que, entre principios y fines del año, el diferencial medio entre los bonos de los mercados emergentes y los valores del Tesoro de Estados Unidos se mantuvo prácticamente constante en unos 750 puntos básicos. Ello contrasta notoriamente con lo sucedido en 1998, en que los diferenciales fueron

muy volátiles, y en 1999, año en que la fuerte reducción de los diferenciales reportó grandes rendimientos a los inversionistas en valores de mercados emergentes. De hecho, en 1999-2000, los resultados de los títulos de deuda emitidos en estos mercados superaron a los de todas las otras categorías de activos de renta fija. Curiosamente, esta categoría de activos obtuvo los mismos resultados estelares que otros "activos de riesgo" en 1999, en tanto que en 2000 se situó junto

*(Continúa en la página 40)*



*Mohamed El-Erian*

### En este número

- 37** Nuevas normas de Basilea sobre capitales
- 37** El-Erian: Tendencias del mercado de capital
- 42** Schinasi: Mercados extrabursátiles de derivados
- 44** Corden: Regímenes cambiarios en los países en desarrollo
- 46** Homenaje a Sir Alan Whitome
- 47** Fischer: África y la globalización
- 49** Asistencia técnica del FMI
- 51** Los mercados emergentes en el sistema financiero mundial
- Y...**
- 48** Tasas del FMI
- 49** Publicaciones recientes
- 50** Publicado en Internet

(Continuación de la página 37) internacionales, según las cuales los requisitos de capital se basan en un número limitado de categorías de riesgo. Este acuerdo tuvo dos propósitos principales: fomentar en todos los países condiciones competitivas igualitarias para los bancos internacionales y fortalecer la solidez financiera de dichos bancos. Más de 100 países adoptaron las normas de Basilea y, si bien originalmente se orientaban a bancos que operan internacionalmente, se considera que el régimen podría aplicarse a todos los bancos.

Entre los cambios que se han producido desde el acuerdo original de Basilea se cuenta la titulización de las carteras de préstamo, mediante la cual básicamente los bancos colocan el riesgo crediticio en el mercado secundario en vez de asumirlo en forma de préstamos en sus balances. Los instrumentos crediticios derivados, contratos especializados que autorizan a terceros a negociar el riesgo de contraparte, permiten a los bancos ajustar el riesgo crediticio que asumen. La creación de estos tipos de instrumentos y mercados es quizás el cambio más importante que impulsa la revisión del acuerdo.

Además, la evolución de los mercados desde 1988 ha puesto de manifiesto las deficiencias de centrarse exclusivamente en la supervisión. Ante el desarrollo de los mercados de instrumentos derivados y las posibilidades de los clientes bancarios de obtener financiamiento en el mercado mundial, y la intensificación de los vínculos dentro de los grupos empresariales a los que pertenecen los bancos, se ha vuelto cada vez más difícil supervisar a éstos recurriendo únicamente a directrices rígidas sobre el capital. Las limitaciones del sistema actual de clasificación del riesgo crediticio y las mayores posibilidades para negociar dicho riesgo en los mercados secundarios han creado incentivos para que los bancos vendan sus créditos de alta calidad. Por lo tanto, los bancos podrían quedarse con créditos que, por sí solos, podrían dar lugar a una subcapitalización en el marco de las directrices actuales. En consecuencia, el valor prudencial del coeficiente de capital fijado en 1988 se ha reducido en países con mercados financieros desarrollados. Además, la experiencia reciente de los países afectados por la crisis de fines de los años noventa ha demostrado que, en gran medida, la utilidad del coeficiente en estos países fue ilusoria. Debido sobre todo a la insuficiencia de sus reservas para préstamos incobrables, poco antes de la crisis muchos de los bancos de estos países registraban coeficientes de capital adecuados.

### Nuevas propuestas

Las propuestas actuales, divididas en tres secciones o “pilares”, representan un gran avance con respecto al acuerdo de 1988. El primer pilar tiene por objeto vincular más estrechamente los requisitos de capital con el riesgo efectivo; el segundo refuerza el proceso de supervisión en la aplicación de las normas de capital y el tercero procura mejorar la eficacia de la disciplina

de mercado exigiendo que todos los bancos suministren la misma información. El segundo y el tercer pilar reconocen oficialmente lo que los supervisores bancarios siempre han sostenido: la normativa sobre el capital bancario es sólo uno de los componentes de un sistema de supervisión prudencial bien diseñado. Si bien estas propuestas se refieren al “capital”, su alcance va más allá.

**Pilar I.** En esta sección se establece un régimen detallado de requisitos de capitalización para los diferentes tipos de riesgos. Los bancos pueden elegir, según la complejidad de sus sistemas de evaluación y gestión del riesgo (y previa aprobación por los supervisores) entre un enfoque normalizado, basado en las calificaciones del riesgo de crédito realizadas por terceros, y un enfoque basado en calificaciones internas, que permite a los bancos utilizar sus propios sistemas de control (también con la aprobación previa de los supervisores) para calificar el riesgo crediticio de sus contrapartes.

En el enfoque normalizado, los bancos aplican ponderaciones de riesgo predeterminadas a los distintos tipos de contrapartes, ya sean prestatarios comerciales, prestatarios soberanos u otros bancos, sobre la base de evaluaciones externas elaboradas, por ejemplo, por entidades de calificación de riesgos. Estas ponderaciones determinan el capital necesario para cubrir el riesgo de las contrapartes. Una ponderación alta significa que el nivel de capitalización debe ser mayor. Este régimen propuesto amplía la gama de posibles requisitos de capital que pueden aplicarse a los distintos tipos de riesgo y mejora el sistema de clasificación utilizado para calificar a las contrapartes.

La propuesta altera significativamente la magnitud de los requisitos de capital y el sistema utilizado para calificar los créditos a empresas. Por ejemplo, a diferencia del acuerdo de 1988, en que el máximo coeficiente de capital era de 8% (una ponderación de riesgo del 100%), en el régimen propuesto podrían imponerse requisitos de hasta un 12% en el caso de contrapartes con bajas calificaciones crediticias (una ponderación de riesgo de 150%). Sin embargo, el crédito a empresas de alta calidad recibiría una ponderación más favorable, y los requisitos correspondientes podrían reducirse del 8% al 1,6%.

La nueva propuesta ofrece a los bancos menos desarrollados un sistema normalizado y ampliado para clasificar los créditos bancarios y ofrece a los bancos con mejores sistemas de gestión del riesgo la opción de utilizar sistemas internos para clasificar el riesgo crediticio y fijar los coeficientes de capital. Esta opción es más flexible ya que los bancos pueden elegir entre un enfoque básico o uno más complejo. Los bancos considerados más sólidos en materia de gestión del riesgo tendrían mayor autonomía para fijar sus propios requisitos de capital. Por ejemplo, en el enfoque más complejo se recurre en mayor medida a las estimaciones del riesgo crediticio que preparan los propios bancos. Para poder ejercer esta opción, los sistemas de gestión de riesgos de los

bancos interesados tendrán que ser evaluados y aprobados por las autoridades de supervisión.

La nueva propuesta podría tener importantes repercusiones para algunos prestatarios soberanos, ya que abandona el sistema de ponderación del riesgo soberano según el país pertenezca o no a la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y vincula los requisitos de capital a calificaciones independientes del riesgo soberano. Según la nueva propuesta, a un país que no integra la OCDE se le podría aplicar un coeficiente de 0% en lugar del 8% actual. A la inversa, a los países de la OCDE con bajas calificaciones se les aplicarían coeficientes más altos.

También cambiarían los procedimientos de clasificación del riesgo crediticio de los bancos. Mientras que el sistema de clasificación anterior dependía de que el país fuera o no miembro de la OCDE, la nueva propuesta se basaría en calificaciones crediticias externas. La propuesta contempla la posibilidad de vincular la ponderación del riesgo del banco a la calificación de riesgo soberano del país, o de clasificarla según la calificación independiente asignada por el propio banco. Este nuevo sistema podría cambiar en muchos casos los requisitos de capital aplicables a los bancos. Además, la nueva propuesta reconoce más plenamente las técnicas modernas de reducción del riesgo e incluye medidas para captar los efectos de las garantías, la titulización y los instrumentos derivados sobre créditos.

Dado que ofrece una forma de mejorar las directrices de calificación del riesgo crediticio y reconoce los avances en la gestión de dicho riesgo, el primer pilar modificaría el equilibrio reglamentario y alentaría a los bancos a asumir riesgos de mayor calidad. Este pilar se basa en menor medida en evaluaciones mecánicas del capital y crea incentivos para que los bancos desarrollen métodos más exactos de evaluación del riesgo. Además, al modificar el tratamiento del riesgo soberano y crediticio pertinente a cada banco, la propuesta reconoce la información que recopilan las entidades de calificación del riesgo y las entidades de crédito a la exportación. El nuevo sistema se basa más en el riesgo que el sistema de clasificación actual.

La propuesta reconoce que los supervisores no son los únicos interesados en determinar la calidad de los créditos de los bancos. Desde hace tiempo, entidades de calificación del riesgo de renombre internacional y los propios bancos realizan análisis del riesgo crediticio, pero estos esfuerzos nunca antes se habían tenido en cuenta en los requisitos de capitalización utilizados a efectos de la supervisión. Evidentemente, el hecho de que se utilicen calificaciones externas y los propios sistemas de los bancos introduce nuevas fuentes de riesgo e incertidumbre en el proceso de supervisión. La "ciencia" de la medición del riesgo crediticio es aún una disciplina nueva y no ha sido probada a lo largo de un ciclo crediticio completo; además, los incentivos de los bancos siguen siendo fundamentalmente diferentes de los de los depositantes y supervi-

sores bancarios. Deberá prestarse gran atención a la evaluación de los sistemas internos de los bancos.

La propuesta plantea ciertas cuestiones para los supervisores de bancos cuyas operaciones son menos complejas que las que realizan los centros monetarios más desarrollados. Los países que aún no cumplen los requisitos de supervisión actuales, como los principios básicos de Basilea para una supervisión bancaria eficaz, necesitarán tiempo para desarrollar la capacidad requerida. Un problema que se plantea es si los bancos de estos países podrán lograr las economías de escala necesarias para poder invertir en sistemas avanzados de gestión del riesgo, o si los recursos podrían destinarse más eficazmente a corregir deficiencias básicas. En los países que requieren más tiempo, la propuesta contempla un período de transición que se extiende hasta 2004, año en que las nuevas propuestas deberían ponerse en práctica.

**Pilar II.** Se centra en el proceso de supervisión. Los supervisores se encargarán en mayor medida de analizar la eficacia con que los bancos evalúan sus necesidades de capital, y en este proceso no se contentarán con analizar unas pocas normas cuantitativas. Este pilar destaca la responsabilidad de los supervisores de familiarizarse plenamente con las técnicas de gestión del riesgo que los bancos utilizan efectivamente.

La propuesta establece cuatro principios de supervisión clave. Primero, los bancos deben poder establecer una relación entre sus necesidades de capital y el perfil de riesgos, y deben contar con una estrategia para mantener el capital en el nivel apropiado. Segundo, los supervisores deben examinar estos procedimientos y adoptar medidas si detectan deficiencias en el plan de capitalización. Tercero, los bancos deben operar con niveles de capital superiores al mínimo y los supervisores deben estar facultados para exigir tales niveles e intervenir cuando se reduzcan por debajo del mínimo.

### Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

Creado en 1974, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea está integrado por funcionarios de alto nivel en el ámbito de la supervisión de bancos del Grupo de los Diez países industriales, y de Luxemburgo y Suiza, y mantiene estrechos vínculos con entidades supervisoras de otras regiones del mundo mediante una red de agrupaciones regionales. Asimismo, incluye específicamente a representantes de otros países en el proceso consultivo sobre las nuevas propuestas sobre capitales. Se espera que, como sucedió con el acuerdo de 1988, las nuevas normas se apliquen a nivel mundial.

El Comité de Basilea, que tiene una secretaría permanente en el Banco de Pagos Internacionales, está encabezado por William J. McDonough, presidente y directivo máximo del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.



**Pilar III.** Tiene por objeto reforzar la disciplina de mercado estableciendo el tipo de información que los bancos deben divulgar. Exigiendo el cumplimiento de estas obligaciones se fomentará la adopción de prácticas de control del riesgo acertadas y una divulgación de datos más eficaz. En la propuesta se solicita la opinión del sector financiero sobre la información que sería significativa. Entre otros datos básicos debería suministrarse información detallada sobre las entidades que controlan a los grupos bancarios, el monto del capital desembolsado, las reservas publicadas, las participaciones minoritarias, las reservas para préstamos incobrables y la composición del capital. Además, los bancos tendrán que divulgar datos pormenorizados sobre el riesgo crediticio, con un desglose geográfico y sectorial, el volumen de préstamos en situación irregular por áreas y sectores, las técnicas de gestión del riesgo crediticio y los créditos en situación irregular y las estrategias para reducir el riesgo crediticio y la gestión del riesgo de mercado.

### Repercusiones para el FMI

El uso de calificaciones internas y externas planteará problemas para los supervisores, que tendrán que validar su calidad. La eficacia del sistema propuesto depende en gran medida de la pericia de los directivos y los supervisores bancarios y, por lo tanto, crea fuertes incentivos para mejorar la calidad de la gestión y supervisión de la banca. Asimismo, el sistema promete acrecentar la transparencia en las operaciones bancarias. Si estas modificaciones se aprueban y aplican

eficazmente mejorará la estabilidad de los bancos y otras instituciones que adopten las normas. Mientras tanto, muchos países tendrán que invertir considerables recursos en personal, capacitación y sistemas informáticos para implementar estas propuestas. Es probable que los países soliciten el asesoramiento del FMI para comprender y aplicar los elementos del nuevo acuerdo, ya que muchos países aún tienen dificultades para cumplir con los requisitos, mucho más sencillos, del acuerdo actual sobre capital y los principios básicos de Basilea.

A medida que los bancos y los participantes en el mercado de capital empiecen a realizar operaciones cada vez más complejas, la supervisión y la regulación deben evolucionar y adaptarse. Los supervisores, al igual que los participantes en el mercado, deben contar con evaluaciones del riesgo más detalladas y de carácter más cuantitativo. En muchos países, tanto los supervisores como los bancos tendrán que adaptarse para mejorar la intermediación financiera nacional e internacional y fomentar la estabilidad financiera. Falta poco para el año 2004 y es posible que algunos países decidan comenzar a aplicar el nuevo sistema mucho antes. ■

Jan van der Vossen  
Departamento de Asuntos Monetarios y  
Cambiaros del FMI

En el sitio en Internet del Comité de Basilea ([www.bis.org/publ/index.htm](http://www.bis.org/publ/index.htm)) puede consultarse información más detallada sobre las nuevas propuestas.

## El-Erian analiza los mercados emergentes

(Continuación de la página 37) a los bonos (como los del Tesoro de Estados Unidos) en el otro extremo del espectro de riesgos. El-Erian explicó que el alza en los mercados emergentes en 2000 fue de amplia base, y que sólo Filipinas y Turquía terminaron el año con rendimientos negativos.

### Los mercados emergentes en 2000

Según El-Erian, ninguna tendencia particular caracterizó a la evolución de los activos de las economías de mercados emergentes en 2000. Sostuvo que los buenos resultados obedecieron a mejoras en la orientación de la política económica de muchos países, respaldada por una mejor gestión de los pasivos, un entorno externo en general benigno, y la rapidez y magnitud de la asistencia de emergencia suministrada por el FMI a Argentina y Turquía (véase *Boletín del FMI*, 27 de noviembre, pág. 372 y 18 de diciembre, pág. 385).

Señaló que en 2000 un número cada vez mayor de países, entre los que destacan Brasil y México, efectuaron acertadas operaciones de gestión de sus pasivos gracias a las cuales se registraron aumentos del valor neto actualizado, mejoró el perfil de vencimientos y se produjo una estabilización de facto de las

curvas de rendimiento de estos países. A este respecto sobresale la recompra por parte de México de los bonos Brady, que redujo el costo del endeudamiento del país y se tradujo en un considerable ahorro fiscal. El-Erian sostuvo que este tipo de gestión de los pasivos se convertirá en un instrumento de política cada vez más importante, y que previsiblemente las misiones del FMI insistirán en este tema durante las consultas y las negociaciones con las autoridades nacionales. Al mismo tiempo, advirtió del peligro de recurrir en forma indiscriminada a la permuta de deudas y señaló que en algunos casos una operación mal estructurada puede deteriorar la capacidad crediticia.

El-Erian reconoció el efecto favorable que ejerce el positivo entorno económico internacional. El sólido crecimiento de Estados Unidos fortaleció la demanda de exportaciones de los países de mercados emergentes. Asimismo, muchos de estos países lograron atraer más inversionistas, que al aceptar el paradigma de la "nueva economía" se convencieron de que aumentarían la productividad y las exportaciones. Además, las evaluaciones positivas de los mercados emergentes realizadas por servicios como Moody's and Standard & Poor's superaron por cuatro a uno a las negativas.

Por último, El-Erian opinó que el rápido y decidido respaldo del FMI a Argentina y Turquía permitió estabilizar el mercado y reducir el riesgo de contagio, favoreciendo así en 2000 a los rendimientos de los activos del conjunto de los mercados emergentes. El respaldo del FMI fue una señal a los mercados financieros de que los programas de ajuste emprendidos eran apropiados. Dadas las cuantiosas necesidades de financiamiento de esos países, la asistencia del FMI también redujo la vulnerabilidad a los caprichos de los mercados de capital. No obstante, El-Erian sostuvo que el proceso aún no ha concluido y que los inversionistas seguirán de cerca la implementación de las políticas y la evolución de los mercados financieros nacionales.

### Perspectivas para 2001

El-Erian predijo tendencias positivas y negativas para 2001. Por el lado positivo, las variables económicas fundamentales seguirán mejorando en muchos países de mercados emergentes, aunque menos que en 1999 y 2000. Asimismo, es probable que un mayor número de países realice operaciones de gestión de pasivos. La infraestructura de los mercados financieros seguirá fortaleciéndose, lo cual, entre otras cosas, dará lugar a un mejor flujo de información. Agregó que hay un gran volumen de fondos no colocados que podrían terminar en el mercado de bonos emergentes.

Por el lado negativo, El-Erian cree que el entorno económico internacional es más incierto. Si bien el conjunto de los mercados financieros prevén un “aterrizaje suave” para la economía de Estados Unidos, personalmente El-Erian incluye en sus predicciones la posibilidad de una evolución más brusca y las discrepancias en el comportamiento de los distintos sectores económicos. Asimismo, prevé que en ciertos países de mercados emergentes las autoridades se verán frente a mayores presiones para intervenir y respaldar a empresas privadas. Además, debido a que los diferenciales de los títulos de los mercados emergentes se redujeron considerablemente en 2000 en relación con los de los bonos chatarra, los títulos de dichos mercados resultan relativamente menos atractivos. Advirtió que será importante seguir la evolución de los países de mercados emergentes cuyas perspectivas son azarosas. La participación extranjera en títulos de éstos y otros mercados emergentes y la renuencia a incurrir en pérdidas podría inducir a liquidar bonos y acciones de países con buenos resultados, como forma de mantener la liquidez. Por consiguiente, a corto plazo el contagio podría afectar a países de mercados emergentes aunque no existan vínculos económicos establecidos. En general, El-Erian prevé que la trayectoria de los mercados emergentes será difícil pero satisfactoria, y que se mantendrá la diferenciación de las inversiones dentro de cada economía y entre las distintas economías.

### Tendencias a más largo plazo

Más allá de 2001, El-Erian identificó, además de una mayor actividad en la gestión de los pasivos, varias

tendencias que a su juicio serán cada vez más comunes. Primero, citó la creciente importancia que se está asignando a los derechos de los acreedores, como los tenedores de bonos, que reaccionaron ante los intentos de Ecuador de declararse en cesación de pagos en forma selectiva. Segundo, prevé que los mercados financieros nacionales se irán fortaleciendo, como forma de lograr curvas de rendimiento más sólidas en varias monedas. Tercero, prevé una mayor selectividad en los mercados financieros a medida que los inversionistas evalúen a los países individualmente y no como parte del grupo de mercados emergentes.

Con respecto a las repercusiones en las estrategias de inversión, El-Erian sostuvo que el pronóstico a largo plazo justifica que se coloque un volumen significativo de fondos de inversión en los mercados emergentes. Al mismo tiempo, la inestable situación internacional y el riesgo de acontecimientos capaces de afectar el crédito requieren una diferenciación juiciosa de los países. Esta diferenciación entrañará una concentración de la inversión en países con políticas macroeconómicas sólidas, un entorno político estable, suficientes reservas en divisas para soportar perturbaciones externas y una adecuada composición de la deuda (y, por ende, capacidad para sobrevivir un período en que sus valores quedarán excluidos de los mercados). De hecho, la trayectoria de esta clase de activos confirma que los rendimientos positivos registrados durante varios años se lograron evitando “accidentes graves”, como las pérdidas ocasionadas por la cesación de pagos de Rusia en 1998.

Los participantes pidieron a El-Erian su punto de vista sobre varios temas, entre ellos la política cambiaria y la opinión de los mercados sobre la participación privada en la resolución de las crisis. Con respecto a los tipos de cambio, El-Erian contestó que los mercados financieros generalmente prefieren los regímenes de flotación, porque incorporan un mecanismo de corrección que no requiere ajustes fiscales políticamente difíciles. No obstante, sostuvo que los mercados podrían tolerar países de alta inflación que utilicen el tipo de cambio como ancla nominal para estabilizar los precios, a condición de que se prevea un mecanismo de salida ordenado. Los regímenes intermedios (por ejemplo, una paridad ajustable) sólo son atractivos durante un período limitado.

En cuanto a la participación del sector privado en la resolución de crisis, el mercado ya no asigna tanta importancia a que se garantice un determinado resultado como a mejorar el proceso de reestructuración de la deuda, cuando sea necesaria. ■

Joshua Greene  
Instituto del FMI

Fotos: Mark Baker, Reuters, pág. 37; Denio Zara, Padraic Hughes y Pedro Márquez, FMI, págs. 37, 43–44, 46–47 y 51; y Banco Mundial págs. 51–52.

## Los mercados extrabursátiles de derivados son beneficiosos pero pueden crear riesgo sistémico

**E**n un nuevo trabajo del Departamento de Estudios del FMI se subraya la necesidad de seguir modificando el funcionamiento y la regulación de los mercados extrabursátiles de instrumentos derivados. Si bien se ha avanzado en la búsqueda de una solución a los problemas que surgieron en 1998 cuando el fondo de inversión especulativo LTCM (Long Term Capital Management) llegó al borde de la quiebra, provocando turbulencias en el mercado, algunos problemas siguen pendientes. Garry Schinasi, Jefe de la División de Mercados de Capital y Estudios Financieros de dicho Departamento se reunió con Jeremy Clift del Departamento de Relaciones Externas del FMI para explicar por qué se necesitan cambios.

**CLIFT:** ¿Qué son los derivados financieros extrabursátiles y cuál es el tamaño del mercado en que se negocian?

**SCHINASI:** Se trata de contratos financieros cuyo valor se basa en instrumentos subyacentes, como bonos, acciones y otros activos, o en índices de precios. Pueden negociarse en la bolsa o mediante operaciones bilaterales extrabursátiles. Los derivados negociados en bolsa están estandarizados y en general su compraventa requiere un depósito de buena fe, o “margen”. Los derivados extrabursátiles, como los *swaps* de divisas y de tasas de interés, son acuerdos bilaterales negociados en forma privada. Los riesgos de los contratos suscritos en forma extrabursátil son regulados por las contrapartes y no en forma colectiva por la bolsa.

El tamaño de estos mercados es muy amplio, tanto en términos absolutos como en comparación con la magnitud de la economía mundial y los mercados financieros internacionales. A modo de ejemplo, según los últimos datos disponibles sobre los derivados financieros bursátiles y extrabursátiles, la cifra diaria de negocios se situaba hace un par de años en unos US\$2.700 billones. Considerando que en 1999 el PIB mundial fue de unos US\$31 billones, se trata de un mercado gigantesco, ya que en 11 días el volumen de transacciones equivale a esa cifra.

**CLIFT:** Los instrumentos derivados extrabursátiles han fomentado el desarrollo de mercados financieros más eficientes y completos, pero a la vez parecen haber contribuido a la inestabilidad sistémica. ¿Qué se sabe sobre el efecto de estos instrumentos en los mercados financieros mundiales?

**SCHINASI:** Los mercados de estos instrumentos son, en general, muy eficientes y eficaces a la hora de asignar el capital y de ayudar a las empresas financieras y no financieras a controlar sus riesgos. Pero

son relativamente nuevos. Según algunos, tienen poco más de diez años en su configuración actual.

Consideramos que estos mercados son en general positivos, pero son mal comprendidos. Un aspecto poco claro es cómo elevan el riesgo sistémico: no es que hayan incrementado o disminuido este riesgo, pero sí han ayudado a transformar las finanzas internacionales, y a medida que éstas han ido evolucionando las características del riesgo sistémico también han cambiado. En la actualidad, es más probable que un acontecimiento sistémico repercuta en los mercados que en las instituciones financieras, y el riesgo es que muchas de estas instituciones puedan verse afectadas simultáneamente como sucedió en el caso de LTCM.

**CLIFT:** ¿Hemos asimilado todas las enseñanzas de la experiencia de LTCM? ¿Qué otras medidas hacen falta?

**SCHINASI:** Tras los problemas que experimentó LTCM aparecieron muchos estudios sobre los mercados derivados y sus riesgos. Algunas de las recomendaciones han sido puestas en práctica por el sector privado y por las autoridades encargadas de supervisar los bancos o fiscalizar los mercados. Actualmente sabemos un poco más sobre estos mercados y los riesgos que surgen, y creo que las autoridades y las empresas los están analizando, aunque con distinto grado de eficacia.

Además, algunas de las principales instituciones financieras que crean estos mercados —es decir, que están dispuestas a comprar o vender instrumentos financieros para crear liquidez— han retirado sus capitales. Este retiro de fondos significa que hay menos posibilidades de apalancamiento, y que la determinación de los precios cobra mayor importancia. Además, los indicadores señalan que el nivel de actividad en estos mercados es ligeramente menor, sobre todo en las bolsas. Los diferenciales son más altos, lo cual es un indicio del mayor costo de transacción, consecuencia de la retracción de los creadores de mercado. Por último, el volumen de operaciones por cuenta propia disminuyó mucho.

Ello parecería indicar que se han asimilado las enseñanzas y que la disciplina de mercado ha surtido efecto en cierta medida. Las empresas son más renuentes a colocar capitales en este tipo de actividad. Han optado por invertir en proyectos menos riesgosos o de mayor rendimiento ajustado en función del riesgo.

Evidentemente esto no significa que no existan riesgos. En nuestro estudio identificamos una serie de posibles deficiencias de infraestructura y factores de inestabilidad. Hemos intentado determinar cómo puede mejorarse la comprensión de los riesgos privados y públicos. Nuestras recomendaciones pueden



aplicarse a toda la gama de participantes en el mercado, ya sean privados o públicos.

**CLIFT:** Pese a que algunos analistas estiman que los mercados de derivados atenúan las perturbaciones al facilitar las operaciones de cobertura, otros opinan que son un medio de contagio. ¿Considera que los mercados han creado una situación que podría fácilmente volverse incontrolable?

**SCHINASI:** A nivel global, diría que los riesgos generados por los mercados de instrumentos derivados son menores que hace un par de años, y en el futuro creo que la gestión del riesgo mejorará. No obstante, hacen falta medidas suplementarias para reducir el riesgo de inestabilidad en los mercados financieros mundiales. El sector privado, por ejemplo, puede reducir este riesgo mediante incentivos y una disciplina de mercado, una gestión del riesgo y una divulgación de información más eficaces.

Si no mejora la disciplina de mercado podría ser necesario modificar las normas prudenciales, sobre todo los requisitos de capitalización. Es esencial lograr un seguimiento más eficaz de los mercados extrabursátiles de derivados. Además, para que la información sobre estos mercados sea más fiable debe haber más transparencia y divulgación de datos. La incertidumbre de tipo legal y reglamentaria que afecta a estos mercados puede y debe corregirse.

**CLIFT:** ¿Son adecuados los instrumentos de evaluación del riesgo para los mercados actuales?

**SCHINASI:** La crisis de LTCM demostró que es fundamental mejorar la gestión del riesgo, sobre todo el de contraparte. La turbulencia de 1998 no se habría producido sin la acumulación y concentración de este tipo de riesgo, que se debieron a varios factores: las instituciones financieras cometieron errores, el sistema de gestión del riesgo aplicado no logró que se redujera la exposición crediticia, y los riesgos operativos, jurídicos y de contraparte no se evaluaron, controlaron o administraron acertadamente. Así pues, se requieren mejoras en muchas áreas.

**CLIFT:** ¿Cómo podría acrecentarse la transparencia de los mercados extrabursátiles de derivados financieros?

**SCHINASI:** La calidad de la información y la divulgación deben mejorar significativamente. La insuficiencia y asimetría de los datos fueron factores importantes en la crisis de LTCM. Por consiguiente, es esencial establecer mecanismos que permitan contar con la información mínima necesaria para garantizar que la disciplina de mercado y la supervisión oficial funcionen con eficacia y en forma confidencial.

**CLIFT:** ¿Está proponiendo que la divulgación sea obligatoria?

**SCHINASI:** La divulgación y la transparencia podrían mejorarse mediante la colaboración y la coordina-

ción de las instituciones pertinentes, o imponiendo requisitos obligatorios.

**CLIFT:** ¿Cuál es el equilibrio idóneo entre la autorregulación de los mercados y la supervisión oficial?

**SCHINASI:** Aunque en general hay buenas razones que justificarían la intervención del sector público, ello no significa que ésta deba ser intensa. Hay argumentos valederos para recurrir en mayor medida a una eficaz disciplina de mercado. Sin embargo, hay margen para mejorar los requisitos de capitalización; por ejemplo, debe haber un diálogo más constructivo entre los participantes del sector privado y los encargados de salvaguardar la estabilidad financiera.

**CLIFT:** En su estudio menciona que, fuera de Estados Unidos y el Reino Unido, muchas jurisdicciones no reúnen las condiciones para controlar el riesgo eficazmente. ¿Qué tipo de normas deben establecer los países industriales con respecto a los mercados de instrumentos derivados?

**SCHINASI:** El marco legal y reglamentario que rige a estos mercados en Estados Unidos y el Reino Unido es complejo, pero con frecuencia lo es más en otros países. Se requiere algún tipo de normalización. Un instrumento puede, por ejemplo, definirse legalmente en un país como una transacción de permuta, como un contrato de seguro en otro, y como un contrato de apuesta en un tercero. Los participantes en el mercado están haciendo grandes esfuerzos para reducir los riesgos jurídicos, pero lo que puede hacer el sector privado es limitado porque, en última instancia, los contratos deben hacerse valer dentro del sistema jurídico. A cambio de certeza legal y reglamentaria, las entidades privadas que crearon estos mercados extrabursátiles descentralizados posiblemente tengan que modificar la estructura del mercado para reducir los riesgos de inestabilidad. Las cámaras de compensación, por ejemplo, podrían ayudar a limitar o contener el riesgo sistémico.

**CLIFT:** ¿Se han corregido las deficiencias en la supervisión bancaria y la fiscalización oficial de los mercados?

**SCHINASI:** Si bien ha habido avances, principalmente en cuanto a la transparencia, es necesaria una mayor supervisión nacional, y sobre todo internacional. Las autoridades deben prestar mayor atención al efecto de los mercados extrabursátiles de instrumentos derivados sobre el riesgo privado en las instituciones financieras y sobre el riesgo privado



*Schinasi: "A nivel global, diría que los riesgos generados por los mercados de instrumentos derivados son menores que hace un par de años".*

y sistémico dentro de cada mercado y entre los distintos mercados.

**CLIFT: ¿A su juicio, cuáles son las perspectivas de los mercados extrabursátiles de derivados?**

SCHINASI: Es probable que los avances tecnológicos y las mejoras en la infraestructura institucional sigan impulsando su expansión. El gran volumen de transacciones extrabursátiles en ciertos instrumentos ha dado lugar a una creciente estandarización. Es posible lograr mayor eficiencia en estos mercados aplicando los mecanismos electrónicos de negociación y la tecnología de compensación y liquidación de operaciones que se aplican en las bolsas. En consecuencia, es

posible que la distinción entre los derivados financieros bursátiles y los extrabursátiles vaya desapareciendo y que estos últimos compitan cada vez más con productos financieros similares negociados en bolsa, a los que podrían llegar incluso a suplantar. ■

La publicación Occasional Paper No. 203, *Modern Banking and OTC Derivatives Markets: The Transformation of Global Finance and Its Implications for Systemic Risk*, preparada por Garry J. Schinasi, R. Sean Craig, Burkhard Drees y Charles Kramer, puede adquirirse al precio de US\$20 el ejemplar (precio a académicos: US\$17,50), dirigiéndose a IMF Publication Services. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 49.

*Regímenes cambiarios*

**Corden: Las opciones de los países en desarrollo dependen de las circunstancias de su economía**

**E**n un seminario del Instituto del FMI realizado el 22 de enero, W. Max Corden, profesor de economía en la Universidad de Melbourne, (Australia) y de Johns Hopkins School of Advanced International Studies (Washington D.C.), y ex asesor principal del Departamento de Estudios del FMI, analizó las opciones de los países en desarrollo en materia de regímenes cambiarios, en su opinión un tema ya muy estudiado pero al que algo podía agregar. Antes de examinar casos individuales, esbozó a grandes rasgos los distintos regímenes cambiarios clasificándolos por sus objetivos, y detalló los aspectos que deben considerar los países para elegir el que mejor se adecúe a sus circunstancias.



*Corden: "Las opciones de los países van desde la flotación en un extremo hasta un régimen decididamente fijo en el otro".*

Los tres grupos de criterios que sirven de marco para el análisis de los regímenes son el de las metas reales, el del ancla nominal y el de la estabilidad cambiaria. En el primer enfoque, dijo, se usan los tipos de cambio, respaldados sobre todo por la política fiscal, para tratar de alcanzar metas reales, como el pleno empleo y la competitividad. El supuesto principal es que una variación nominal de los tipos —dado que no será afectada por la inflación— puede convertirse en una variación real, al menos por un tiempo. Con un enfoque basado en un ancla nominal, de moda hoy día, dijo Corden, se usa el tipo de cambio para anclar la tasa de inflación interna a la de los países con que se mantienen relaciones comerciales. La idea es enviar una señal clara y creíble a los agentes privados sobre las perspectivas inflacionarias. El enfoque de la estabilidad cambiaria se concentra en las desventajas de los tipos flotantes, que se consideran inestables.

**Clasificación de los regímenes**

Las opciones de los países van desde la flotación en un extremo hasta un régimen decididamente fijo en el otro, con toda una serie de variaciones en el medio: vínculos, zonas meta y tipos fijos pero ajustables. Corden observó que los distintos regímenes sirven para países y momentos diferentes en función de la dimensión de la economía, el nivel de desarrollo, el grado de apertura y el historial macroeconómico.

La paridad móvil resulta apropiada para los países que tienen una inflación significativa en comparación con la de sus socios comerciales, como suele ocurrir en América Latina. El vínculo puede ser pasivo, o sea que el tipo de cambio se ajusta según la inflación anterior, o activo, es decir, el país anuncia de antemano los ajustes que va a realizar. La inflación puede ser provocada por el aumento de los salarios o de la oferta de dinero, pero en ambos casos hay que ajustar el tipo de cambio.

Otro régimen, bastante común hasta la década de los ochenta y que significa una solución intermedia entre ambos extremos, se basa en tipos fijos dentro de una banda estrecha —a los que Corden describió como tipos fijos pero ajustables— y una de sus características principales es un firme compromiso en cuanto al tipo de cambio. Fue aplicado, entre otros países, por Brasil, México y Tailandia, antes de las crisis de mediados y finales de los años noventa. Según Corden, en estos países de mercados emergentes, donde la movilidad de capitales fue cada vez mayor durante los setenta y los ochenta y es alta en la actualidad, fue difícil para las autoridades mantener una paridad fija y, en general, este régimen cayó en desfavor pese a que todavía sirve en los países en que hay escasa movilidad, ya sea porque no están integrados a los mercados de capital (como algunos países muy pobres) o porque aplican controles eficaces, como China.



Observó que una zona meta, un régimen popular, es una solución que concilia la flotación y los tipos fijos pero ajustables; hay un tipo central fijo, móvil o flexible rodeado por una banda dentro de la que puede flotar. Permite cierta flexibilidad para decidir los objetivos de política económica de un país y funciona en los tres sistemas que Corden describió. Se dice también que evita variaciones cambiarias bruscas, cosa que Corden no cree.

Las tres variedades de regímenes decididamente fijos son las cajas de conversión (el país fija el tipo de cambio a una “moneda ancla”), la dolarización (adopta como propia la moneda de una economía dominante) y la unión monetaria (un grupo de economías bien integradas adopta una moneda única y coordina sus políticas monetarias). Corden enumeró las condiciones para que estos regímenes resulten adecuados. En general, cuanto más abierta sea la economía, más apropiado será el tipo fijo. Como hay mayor probabilidad de apertura en los países pequeños, son buenos candidatos para una caja de conversión, pero algunos pueden estar más expuestos a perturbaciones asimétricas, como variaciones de los regímenes cambiarios y, los que no tienen diversidad de producción, al deterioro de la relación de intercambio. En estos países, no hay un argumento de mucho peso para el tipo fijo porque puede que las autoridades necesiten más flexibilidad para hacer frente a las perturbaciones.

Dijo que los países muy pequeños no son candidatos óptimos para las zonas monetarias ya que, en general, tienen dificultades para mantener su propia moneda porque el tipo de cambio está sujeto a las vicisitudes externas. Por lo tanto, deben vincularla, como podrían hacer las pequeñas islas del Pacífico sur al dólar australiano. Para los países pequeños o medianos que están mejor integrados con sus vecinos quizá resulte práctica una zona monetaria común, que también aminora el riesgo de perturbaciones.

Corden planteó dos aspectos que inciden en la elección de un régimen cambiario. Primero, si las autoridades deben tener la máxima libertad o estar sujetos a ciertas limitaciones en la conducción de la política monetaria. La respuesta depende del país: los que han logrado la disciplina fiscal deben tener más libertad, como la que proporciona un enfoque de metas reales; los que todavía tienen dificultades fiscales y un historial macroeconómico no muy brillante carecen de la posibilidad de mantener un tipo vinculado y tampoco tendrían mucho margen de maniobra.

La segunda cuestión se relaciona con el grado de apertura de la economía. En general, señaló Corden, cuanto más abierta es una economía menos probable es que una depreciación nominal dé lugar a una depreciación real, lo cual habla a favor de los tipos de cambio fijos.

### Estudios de países

Corden se centró en cuatro países latinoamericanos con una historia de inflación alta y dejó para el final a

Argentina, “un verdadero experimento de laboratorio y el país más interesante del mundo”.

**Brasil.** A pesar de un desfavorable historial macroeconómico de alta inflación y frecuentes modificaciones del régimen cambiario, en general ha mantenido la competitividad y ha conseguido un crecimiento elevado. Después del estallido inflacionario de 1992–93, las autoridades instituyeron un plan de esterilización basado en el tipo de cambio y adoptaron una paridad móvil activa, que permitió realizar la reforma fiscal. Pese a que no pudieron mantener la disciplina fiscal y hubo déficit en cuenta corriente, la inflación bajó. Después Brasil adoptó un régimen de flotación dirigida con metas para la inflación, que brinda a las autoridades la opción de bajar las tasas de interés en caso de una perturbación aguda (como el deterioro de la relación de intercambio) para evitar la recesión.

**Chile.** A finales de la década de los setenta aplicaba una clásica estabilización basada en el tipo de cambio que combinaba una paridad móvil activa con altas tasas de interés. Aunque se pudo así aminorar la inflación, hubo también grandes entradas reales de capital, lo que provocó una apreciación del tipo de cambio y problemas de balanza de pagos, que implican la necesidad de una depreciación real. El país, castigado por la crisis de los precios del cobre en los ochenta, se vio obligado a abandonar la paridad móvil y ha adoptado un régimen de flotación dirigida. Según Corden, “los parámetros de la economía son sólidos” y Chile mantiene bajo control las políticas fiscal y monetaria.

**México.** Durante mucho tiempo este país ha tratado de vincular su tipo de cambio pero no ha podido mantenerlo y ha tenido que devaluar. Corden señaló que la devaluación de 1994 fue mayor de lo que probablemente justificaban los parámetros económicos. El gobierno apostó a denominar buena parte de su deuda en dólares de EE.UU. en lugar de pesos y, al tener que devaluar, se vio obligado a pagar un precio alto porque los acreedores no querían refinanciar la deuda en dólares.

México, como Brasil y Chile, parece haber logrado buenos resultados con un sistema flotante combinado con metas de inflación pero, dijo Corden, es prematuro hablar de éxito en los tres países. Aunque al parecer hasta ahora las cosas marchan bien, los regímenes no están suficientemente probados y la prueba verdadera vendrá cuando se enfrenten a una conmoción política importante.

**Argentina.** Corden describió a este país como una economía mediana, cerrada, que ha experimentado perturbaciones asimétricas. Tiene un historial macroeconómico “terrible”: episodios de inflación alta o hiperinflación, una inestabilidad cambiaria interminable y poco crecimiento. “Argentina es un país de la OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) que perdió el rumbo”; debería ser un país desarrollado, pero no lo es. Todo indicaba que no era un buen candidato para aplicar tipos fijos, pero la situación se había deteriorado hasta tal punto que el público estaba predispuesto al cambio, lo que permitió adoptar una

“México, como Brasil y Chile, parece haber logrado buenos resultados con un sistema flotante combinado con metas de inflación”.

—Corden

caja de conversión, pero ésta requería previamente controlar la política fiscal y acumular tantas reservas en divisas como dinero primario. Puesto que la elevada inflación había reducido mucho la demanda de dinero nacional, el país estaba en condiciones de cumplir este último requisito.

La caja de conversión redujo notablemente la inflación, dijo, pero los salarios no eran lo bastante flexibles y su aumento condujo a una apreciación real, que contribuyó al aumento del desempleo y fomentó el proteccionismo. Los mercados perdieron la confianza en la capacidad del gobierno para pagar la deuda y las tasas de interés subieron. Las autoridades se vieron frente a un dilema: deberían subir los impuestos para demostrar a los mercados que la política fiscal estaba bajo control. En caso de no lograrlo, esto quizás intensificaría la recesión; si tuvieran éxito, las tasas de interés podrían bajar porque la gente creería que el gobierno dejaría de endeudarse; esto quizás contribuiría a la reactivación del sector privado e impediría que la economía cayera en recesión.

Con lo acontecido en la Argentina como base, Corden llegó a tres conclusiones: primero, en vista

del historial del país, es probable que la mejor opción haya sido la caja de conversión; segundo, pese al éxito con este régimen, no recomendaría que otros países con una trayectoria similar sigan este mismo rumbo, sino que recurran a una estrategia basada en metas de inflación, que han sido útiles en varios países; tercero, no recomendaría que Argentina abandone la caja de conversión porque, después de 10 años, ha adquirido cierta credibilidad. Esta tercera conclusión se contrapone a la idea generalmente aceptada de que la mejor política para una situación de crisis quizá no sea la adecuada a largo plazo. En general se aconseja que los países adopten una estrategia que les permita dejar de aplicar la política utilizada si se produce una crisis. Corden manifestó su escepticismo por estas estrategias, porque el anuncio de su aplicación provocará especulación y hará necesario aplicarla antes de lo previsto. Sus últimos consejos para los países en crisis fueron dejar primero que el tipo de cambio flote y luego encargarse de los parámetros fundamentales de la economía. ■

### Leslie Alan Whittome, 1926–2001

Sir Alan Whittome, ex Consejero del FMI y, sucesivamente, Director del Departamento de Europa y del Departamento de Relaciones Cambiarias y Comerciales, falleció el 21 de enero de 2001.

Nacido en Londres en enero de 1926, Whittome sirvió en el ejército británico y estudió en Cambridge antes de ingresar al Banco de Inglaterra en 1950. Permaneció en esa institución hasta 1964, donde llegó al cargo de Tesorero adjunto, encargado de emisiones financieras internas.

Whittome se incorporó al FMI como Director del Departamento de Europa en 1964. Ejerció un papel central en la negociación de los acuerdos de derecho de giro y los programas de estabilización de varios de los principales países europeos, incluido el Reino Unido en 1967, 1969 y 1977; Francia en 1969, e Italia en 1974 y 1977. En los años ochenta coordinó los esfuerzos del FMI para establecer contactos con los países de Europa oriental. Asimismo, participó activamente en la definición y ampliación de las funciones de supervisión que ejerce el FMI.

En 1980, y sin dejar su puesto de Director del Departamento de Europa, Whittome fue ascendido al cargo de Consejero. En 1987 fue nombrado Director del Departamento de Relaciones Cambiarias y Comerciales, desde donde desempeñó una función central en las iniciativas del FMI frente al problema de la deuda de los países muy endeudados. Se jubiló en julio de 1990, pero en agosto aceptó un cargo de un año como Consejero Especial del Director Gerente, para coordinar un estudio realizado por cuatro organismos internacionales sobre la economía de la Unión Soviética, comisionado por los líderes de los países del Grupo de los Siete. En

febrero de 1995, Whittome fue nombrado Asesor Especial del Director Gerente para realizar un estudio de dos meses sobre la supervisión del FMI, en el período que precedió a la crisis financiera de México de diciembre de 1994. En 1991 la Reina Elizabeth II lo nombró Caballero.

Al rendir homenaje a Whittome, el Director Gerente del FMI, Horst Köhler señaló: Sir Alan aportó su extraordinaria inteligencia y su estilo único al FMI. Su influencia en la institución ha sido enorme y lo hemos echado de menos desde el día en que se marchó. Fue un mentor para muchos de nuestros funcionarios, algunos de los cuales ocupan actualmente altos cargos. Todos los que lo conocieron personal y profesionalmente lamentarán profundamente esta pérdida (Nota informativa del FMI 01/11, 29 de enero).

Michel Camdessus, Director Gerente del FMI de 1987 a 2000, destacó: Alan Whittome ha sido un mentor incomparable. Siempre ha aportado una contribución decisiva, pero cuidando de atribuir los méritos al trabajo, la imaginación y las aptitudes diplomáticas de sus colaboradores más jóvenes. Contribuyó inmensamente al prestigio e influencia del FMI, en el que ha dejado una profunda huella, aunque más profunda es la huella que ha dejado en quienes tuvimos el privilegio de trabajar con él. Todos hemos aprendido de él algo más de lo que significa el servicio público internacional.

Jacques de Larosière, Director Gerente del FMI entre 1978–87 afirmó: Con frecuencia recuerdo a Sir Alan y los maravillosos años en que trabajamos juntos cuando él dirigía el Departamento de Europa. Recuerdo su dominio de los pormenores del ajuste económico y la competencia, inteligencia y sutileza con que negoció los programas del FMI, así como su gran elegancia y sentido del humor.

Sobreviven a Sir Alan Whittome su esposa y dos hijas de un matrimonio anterior.



Sir Alan Whittome

## La globalización económica puede favorecer directamente los planes de desarrollo africanos

**A** continuación se transcriben fragmentos de un discurso pronunciado por el primer Subdirector Gerente del FMI, Stanley Fischer, en la Cumbre Francia-África celebrada en Yaoundé, Camerún, el 19 de enero. El texto completo, en inglés, se publica en el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

El último medio siglo ha sido testigo no sólo de la intensificación de la globalización sino también de un crecimiento económico espectacular. Esta relación convalida la visión de los fundadores del sistema económico construido después de la segunda guerra mundial en torno al FMI, el Banco Mundial y la posteriormente denominada Organización Mundial del Comercio (OMC). Pero muchos de los países más pobres del mundo —muchos de ellos situados en África— no parecen haberse beneficiado. La globalización parece haber pasado de largo.

Aun así, no hay razón para plantearnos si debemos estar a favor o en contra de la globalización. La globalización llegó para quedarse: la realidad es que ya vivimos en una economía globalizada, en la que se mueven flujos de comercio, capital y conocimientos que ya son cuantiosos y que aumentan año a año. Los países que no están dispuestos a relacionarse con otros corren el riesgo de quedar a la zaga del resto del mundo en sus ingresos y desarrollo humano. Ahí reside la verdadera amenaza de marginación.

Más bien, lo que cabe plantearse es cuál es la mejor forma de aprovechar las oportunidades que ofrecen el crecimiento y la apertura cada vez mayor de la economía mundial, cuál la mejor forma de convivir con las inevitables dificultades que la globalización pueda acarrear, y cómo modificar el sistema para que funcione mejor.

### Políticas económicas para un mundo globalizado

¿Qué deben hacer las autoridades de política económica, sobre todo en África, para beneficiarse de la globalización económica? Mencionaré dos prioridades. Primero, la liberalización del comercio, que ayuda a abrir las economías a la competencia y acrecienta su integración en la economía mundial. En los últimos años algunos países africanos han logrado grandes avances en la liberalización del comercio, por ejemplo, en la adopción de una política cambiaria común y una unión aduanera relativamente abierta en la Comunidad Económica y Monetaria del África Central (CEMAC). Este progreso puede fortalecerse y ampliarse a otras regiones de África al sur del Sahara. Dada la pequeña escala de muchas economías africanas, el impulso de integración regional es sumamente importante, pero esta integración ayudará a lograr un mayor crecimiento a largo plazo sólo si realmente

incrementa el comercio, pero no si es un intento de crear nuevos bloques proteccionistas. El avance en la liberalización comercial de África debe tener como contrapartida la apertura de los mercados de los países avanzados a las exportaciones de los productores africanos. El FMI seguirá promoviendo esta idea cuando y donde quiera que pueda.

En segundo lugar, quisiera destacar la importancia del gasto social eficaz. La globalización genera beneficios económicos en parte al fomentar el cambio, el auge y la caída de diferentes industrias y actividades económicas. El proceso no es indoloro. Los economistas hablan en abstracto de trasladar mano de obra de los sectores de baja productividad a los de alta productividad. Pero son los trabajadores y sus familias los que deben trasladarse. Si se sienten amenazados e incapaces de sobrellevar el proceso de cambio, se resistirán al mismo, y los beneficios económicos se perderán.

La respuesta es invertir en el capital humano de los pobres —ampliando su acceso a la salud, la educación y las oportunidades económicas— y crear mecanismos que amortigüen el proceso de ajuste mediante redes de protección social eficientes. Tal vez en el pasado el FMI haya prestado poca atención a esta necesidad, pero creo que ahora le damos la prioridad que le corresponde en los programas que respaldamos, junto con el Banco Mundial, a través del servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza (SCLP).

En esta economía en rápido cambio, la inversión en educación adquiere especial relevancia. Las nuevas tecnologías exigen grandes conocimientos, y es necesario capacitar a la gente para manejarlas. Pero la capacitación no puede ser muy restringida, ya que la capacidad de adaptación al cambio es otra clave del éxito en el mundo moderno.

La pandemia del VIH/SIDA está cobrando muchas vidas humanas. No es sólo una tragedia de proporciones extraordinarias por su dimensión humana sino también una catástrofe económica que podría asolar masivamente al continente, lo cual representa más que razón suficiente para reducir la incidencia de este mal por medio de políticas de salud pública que ya han dado buenos resultados en varios países africanos.



**“La globalización llegó para quedarse: la realidad es que ya vivimos en una economía globalizada”.**

**—Fischer**



**“La comunidad internacional tiene la responsabilidad de crear un entorno que permita a África realizar su potencial”.**

**—Fischer**

Tan importante es la cantidad de dinero como la forma en que se gasta, con lo que quisiera subrayar la importancia de una buena gestión del gasto, que atienda las prioridades de la lucha contra la pobreza dentro de un presupuesto global bien administrado.

En esta materia los beneficiarios de la Iniciativa para los países pobres muy endeudados (PPME) podrían extraer valiosas enseñanzas. Ya son 22 los países —18 de ellos de África al sur del Sahara— que se encuentran a punto de comenzar a recibir alivio de la deuda en el marco de dicha Iniciativa, con lo cual el servicio de su deuda se está reduciendo a la mitad en promedio. Es esencial que estos recursos se usen eficazmente para reducir la pobreza, por lo que esto representa en sí y por que el despilfarro dará pábulo a quienes alegan que la ayuda se malgasta y por lo tanto debería reducirse.

**Papel de los países industriales**

La comunidad internacional tiene la responsabilidad de crear un entorno externo que permita a África realizar su potencial. A los países industriales les cabe una responsabilidad particular en cuatro aspectos:

- Garantizar a los exportadores africanos acceso irrestricto y libre de derechos a sus mercados, sobre todo para los productos agropecuarios.
- Respaldar a los países que están tratando de reforzar su crecimiento económico y de atacar la pobreza ofreciéndoles mayores flujos de ayuda y por períodos más largos.
- Redoblar esfuerzos para ayudar a África a pacificar las regiones assoladas por guerras. Además de esfuerzos directos por resolver y prevenir los conflictos, esto significa limitar las ventas de armas y combatir el contrabando de materias primas y recursos naturales que financia las guerras, y
- Ayudar al continente en su lucha contra la propagación de la epidemia de VIH/SIDA.

**Instituciones internacionales**

El FMI, el Banco Mundial, y posteriormente la OMC, fueron creados como parte de una transacción implícita: los países que eligieran atenerse a las reglas del sistema internacional se verían beneficiados por el diseño del sistema, que propende al crecimiento, y por préstamos y otro tipo de asistencia en caso necesario. Esta es una de las razones por las cuales, poco después de asumir su cargo en mayo del año pasado, el Director Gerente del FMI, Horst Köhler, reafirmó el papel que debe desempeñar el FMI en sus países miembros más pobres por medio del SCLP. Es también por ello que en el FMI hemos estado trabajando tan intensamente para mejorar la capacidad de la institución y del sistema económico internacional para prevenir crisis masivas como las que se produjeron en la última década, y para mitigar sus efectos cuando ocurran.

Se ha planteado la cuestión de la representación de los países en desarrollo en las instituciones internacionales. En lo que respecta al FMI, dado que el Director Ejecutivo prefiere trabajar por consenso, revisten

importancia la calidad de la representación y el número de voces, así como la proporción de votos. En cuanto a la calidad de la representación africana, los directores ejecutivos de África al sur del Sahara son preclaros representantes de sus respectivas jurisdicciones. Sin embargo, estas jurisdicciones están integradas por muchos países miembros, por lo cual podría considerarse la posibilidad de proveerles recursos adicionales para hacer frente a la extraordinaria carga de trabajo.

**Conclusiones**

La mejor forma de promover el crecimiento y reducir la pobreza es integrándose a la economía globalizada, mejorando las políticas y fortaleciendo las instituciones. Es una tarea difícil, pero que puede llevarse a cabo si las autoridades de África y la comunidad internacional por igual están dispuestas a cumplir el papel que les corresponde.

Esto es lo que el FMI cree. Pero hay quienes planean que África es diferente. Los pesimistas sostienen que el continente está predestinado a un crecimiento mediocre, en parte debido a que es una región tropical y a que padece males sistémicos como el paludismo, debido a la escasa calidad de su suelo y a que muchos de sus países no tienen salida al mar.

No compartimos este pesimismo. Los grandes avances logrados por países de todo el mundo en la lucha contra la pobreza —en Asia y otras regiones— nos hace pensar que los demás, incluidos los países africanos, pueden hacer lo mismo. En los últimos años cada vez más países han adoptado políticas económicas prudentes basadas en el mercado, han procurado integrarse en la economía mundial y se han encaminado así hacia el crecimiento y la lucha contra la pobreza, muchos de ellos con el asesoramiento y el apoyo del FMI y el Banco Mundial. Esta estrategia está comenzando a mostrar resultados prometedores, y nosotros en el FMI, en estrecha colaboración con nuestros colegas del Banco Mundial, estamos resueltos a hacer todo lo posible para que los resultados se consoliden y amplíen. ■

**Tasas del FMI**

Semana del	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
29 de enero	4,43	4,43	5,13
5 de febrero	4,37	4,37	5,06

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

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

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

# La asistencia técnica del FMI representa un apoyo crucial para los planes de desarrollo nacionales

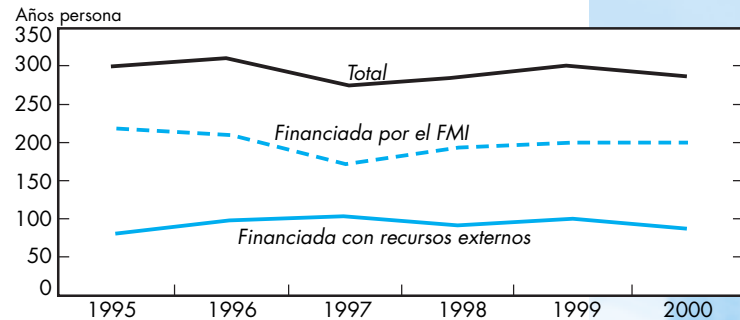
En el ejercicio cerrado el 30 de abril de 2000, el FMI dedicó unos 290 años persona a tareas de asistencia técnica. Más del 85% de esta asistencia fue proporcionada por tres departamentos: Asuntos Fiscales, Asuntos Monetarios y Cambiarios, y Estadística. Al mismo tiempo, la capacitación ofrecida por el Instituto del FMI —que dicta cursos para funcionarios públicos de distintas regiones y países— creció el 15% en lo que respecta a la proporcionada en la sede del FMI y el 26% en el caso de los cursos dictados en el exterior.

Aunque el nivel total de recursos dedicados a la asistencia técnica se mantuvo en general constante en los últimos cinco años, se ha producido un cambio gradual en la distribución regional y actualmente una gran parte de la asistencia se concentra no ya en los países en transición de la antigua Unión Soviética sino en la región de África, con alrededor de un tercio del total. Al igual que en años anteriores, el 60% de la asistencia se proporcionó a países con programas respaldados por el FMI.

En la última década ha cobrado cada vez más importancia el respaldo financiero externo al programa de asistencia técnica del FMI. Entre el 30% y el 40% del total de asistencia proporcionada por el FMI en los últimos años ha sido cofinanciada por otros organismos multilaterales y bilaterales. La principal fuente de financiamiento externo es el Gobierno de Japón, que

## Asistencia técnica total proporcionada por el FMI

(en la sede y en el exterior)



Datos: FMI.

anualmente efectúa un generoso aporte en la Cuenta General de Asistencia Técnica, lo que permite al FMI proporcionar alrededor de un 30% más de asistencia. También proporcionan respaldo Suiza, el Reino Unido, Dinamarca, los Países Bajos, Francia, Australia, Nueva Zelanda, el Banco Asiático de Desarrollo y el PNUD.

La asistencia técnica se centra en los ámbitos tradicionales de especialización del FMI. Además de estar estrechamente relacionada con los programas, mediante recientes decisiones se ha formalizado aún más su vinculación con las tareas de supervisión. En los últimos años ha habido una constante evolución en

## Publicaciones recientes

### Working Papers (Documentos de trabajo; US\$10)

00/190: *Emerging Market Spreads—Then Versus Now*,

Paulo Mauro, Nathan Sussman y Yishay Yafeh

00/191: *Effects of Volatile Asset Prices on Balance of Payments and International Investment Position Data*, Marco Committeri

00/192: *Northwest of Suez—The 1956 Crisis and the IMF*, James M. Boughton

00/193: *Explaining Economic Growth with Imperfect Credit Markets*, Luis Carranza

00/194: *The Inverted Fisher Hypothesis—Inflation Forecastability and Asset Substitution*, Woon Gyu Choi

00/195: *Loan Review, Provisioning, and Macroeconomic Linkages*, Luis Cortavarria, Claudia Dziobek, Akihiro Kanaya y Inwon Song

00/196: *External Debt Management in Low-Income Countries*, Sheku Bangura, Damoni Kitabire y Robert Powell

00/197: *Demand-Side Stabilization Policies: What Is the Evidence of Their Potential?* Magda Kandil

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

01/15: Niger: 2000 Article IV Consultation and Request for Arrangement Under the Poverty Reduction and Growth Facility

01/16: Romania: Selected Issues and Statistical Appendix

01/17: Mozambique: 2000 Article IV Consultation and Second Review Under the Poverty Reduction and Growth Facility

01/19: Republic of Lithuania: 2000 Article IV Consultation and First Review Under the Stand-By Arrangement

01/24: Pakistan: 2000 Article IV Consultation and Request for Stand-By Arrangement

01/26: Argentina: Second Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Augmentation

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

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

este campo y se han emprendido proyectos para fortalecer el sistema financiero de los países y elaborar normas y códigos financieros, fiscales y estadísticos en las esferas de incumbencia del FMI.

Los objetivos y el alcance del programa de asistencia técnica se describieron en la primera declaración sobre la política del FMI en materia de asistencia técnica, publicada en marzo de 2000 (que puede consultarse en el sitio del FMI en Internet, [www.imf.org](http://www.imf.org)). Más recientemente, la asistencia técnica del FMI se ha orientado a atender las necesidades relacionadas con el servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza (SCLP) y la Iniciativa para los PPME, y a respaldar la labor de las Naciones Unidas y otros organismos en los países que están saliendo de situaciones bélicas. Se ha intensificado la colaboración con el Banco Mundial en las áreas de mutuo interés, entre las que se incluyen el programa de evaluación del sector financiero, el seguimiento de la evolución del gasto en los países que pueden acogerse a la Iniciativa para los PPME y las cuestiones

estadísticas, en el marco del Sistema General de Divulgación de Datos.

El Directorio Ejecutivo del FMI examinó la asistencia técnica en enero de 2001 a la luz de la evolución de las prioridades del programa y de otros factores conexos. Se reconoció que previsiblemente la demanda de asistencia técnica seguirá aumentando, sobre todo en el caso de los países de bajo ingreso que reciben ayuda al amparo del SCLP/PPME, y que la aplicación por los países de las recomendaciones contenidas en las evaluaciones del sector financiero y en los informes sobre la observancia de los códigos y normas exigirá asistencia adicional. Como resultado de este examen efectuado por el Directorio, la asistencia técnica que presta el FMI se centrará aún más en las esferas básicas de competencia de la institución, estará sujeta a una evaluación interna más intensa en lo que respecta a las prioridades, se diseñará y aplicará con plena participación de los beneficiarios y se administrará en un marco de mayor cooperación y coordinación con otros proveedores de asistencia técnica. ■

**Publicado en Internet, en inglés ([www.imf.org](http://www.imf.org))**

**Comunicados de prensa**

- 01/3: Aumento en US\$14.000 millones del monto del acuerdo de derecho de giro a favor de Argentina, 12 de enero
- 01/4: \$141 Million PRGF Loan for Georgia, 12 de enero

**Notas informativas**

- 01/6: Segunda revisión del acuerdo de Camboya en el marco del SCLP y aprobación (en principio) de un crédito de US\$11 millones, 19 de enero
- 01/7: Aninat felicita al Presidente Macapagal-Arroyo de Filipinas, 23 de enero
- 01/8: Aprobación definitiva del segundo acuerdo en el marco del SCLP a favor de la República Centroafricana, 23 de enero
- 01/9: Tramo de crédito de US\$8 millones (en principio) y US\$8 millones de asistencia transitoria en el marco del SCLP a favor de Mauritania, 26 de enero
- 01/10: Tramo de crédito de US\$6 millones a favor de Albania, 26 de enero
- 01/11: Declaración de Horst Köhler, Director Gerente del FMI, en homenaje a Sir Alan Whittome, 29 de enero (véase la pág. 46)

**Notas de información al público (PINs)**

- 01/2: Níger, 12 de enero
- 01/3: El FMI examina la experiencia con la publicación de los informes del personal y adopta decisiones para mejorar la transparencia de las operaciones del FMI y las políticas de sus países miembros, 12 de enero
- 01/4: Mozambique, 17 de enero
- 01/5: Ucrania, 19 de enero
- 01/6: Lituania, 22 de enero
- 01/7: Malawi, 23 de enero
- 01/8: Corea, 1 de febrero

**Discursos**

- Horst Köhler, Director Gerente del FMI, en una conferencia de prensa, Japan National Press Club, 12 de enero
- Horst Köhler, Director Gerente del FMI, "New Challenges of Exchange Rate Policy," reunión de ministros de Hacienda de Asia y Europa, Kobe, 13 de enero

- Eduardo Aninat, Subdirector Gerente del FMI, "China, Globalization, and the IMF," Foundation for Globalization Cooperation's Second Globalization Forum, Sanya City, 14 de enero
- Stanley Fischer, primer Subdirector Gerente del FMI, "The Challenge of Globalization in Africa," France-Africa Summit, Yaoundé, 19 de enero (véase la pág. 47)

**Transcripciones**

- Información a la prensa, Thomas Dawson, Director del Departamento de Relaciones Externas, 17 de enero

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

- Argentina, 12 de enero
- Georgia, 12 de enero
- Benin, 16 de enero
- Camboya, 24 de enero
- Albania, 26 de enero
- Mauritania, 29 de enero

**Documentos de estrategia de lucha contra la pobreza (fecha de publicación)**

- República Centroafricana (interino), 16 de enero
- Georgia (interino), 16 de enero
- Camboya (interino), 24 de enero

**Observaciones finales para las consultas del Artículo IV (fecha de publicación)**

- Ucrania, 19 de enero
- Islandia, 25 de enero

**Punto de decisión en el marco de la Iniciativa reforzada para los PPME (fecha de publicación)**

- Georgia, 17 de enero
- Nigeria, 18 de enero
- Malawi, 19 de enero
- Nicaragua, 22 de enero

**Otros**

- Actividades financieras del FMI, 16, 22 y 29 de enero
- Recursos financieros y posición de liquidez del FMI 1998-diciembre de 2000



## Las reglas bancarias y el buen gobierno propician la integración de los mercados emergentes

Los factores que obstaculizan el crecimiento de los mercados emergentes son los mismos factores de siempre, afirmó Rick Mishkin, de la Universidad de Columbia, en la conferencia Brookings-Wharton sobre la integración de los mercados emergentes en el sistema financiero mundial, celebrada los días 11 y 12 de enero. Los participantes examinaron la función de los derechos de propiedad, las leyes de quiebras, las normas y códigos internacionales de buenas prácticas, la evolución de los mercados de valores, el gobierno de las empresas, las normas contables y la reglamentación y supervisión bancarias. Asimismo, muchos participantes subrayaron que es esencial que los mercados emergentes sean consecuentes a la hora de implementar las políticas y prácticas que deciden adoptar.

### El entorno empresarial

En varios de los estudios presentados se planteó cuáles son las medidas necesarias para que el entorno en que funcionan las empresas se ajuste a las normas mundiales. Reena Aggarwal, de la Universidad de Georgetown, se refirió a la situación paradójica que surge cuando las economías con mercados emergentes prosperan mientras sus cotizaciones bursátiles bajan. Su conclusión: las grandes empresas de estos mercados están optando por cotizar en las bolsas de los países industriales y no en las locales. Señaló, sin embargo, que las grandes empresas son las únicas que tienen esa opción y, por consiguiente, la atención se centra en los problemas de las demás empresas.

Con respecto a los sistemas de gobierno empresarial, Luis Zingales, de la Universidad de Chicago, señaló que la decisión de adoptar un criterio de mercado basado en la igualdad de condiciones o un criterio que se base en las relaciones depende del sistema de contratación subyacente. En los mercados emergentes, el primer modelo puede no ser el óptimo, pero es probable que predomine a largo plazo ya que admite más fácilmente a los inversionistas internacionales.

Según Michael Pomerleano, del Banco Mundial, la reforma del gobierno empresarial es importante, pero el riesgo de crisis no se reducirá sustancialmente hasta que no se mejore el gobierno del sector público financiero, sobre todo de las autoridades monetarias. Indicó que los fracasos del sector público en este ámbito han sido un factor determinante de varias de las últimas crisis, y citó las medidas inoportunas adoptadas para evitar el colapso del baht tailandés, las inyecciones de liquidez de emergencia a los bancos de Indonesia, que en general terminaron financiando la fuga de capitales, y la ocultación de las pérdidas de

divisas en la etapa previa a la crisis cambiaria en México y Corea.

Cuando las empresas experimentan dificultades, ya sea en un entorno de crisis o en circunstancias normales, los procedimientos de quiebra son fundamentales y los acreedores necesitan saber a qué atenerse. Clas Wihlborg, de la Universidad de Gotemburgo presentó un análisis de las prácticas internacionales y planteó que los sistemas orientados a los acreedores (como el del Reino Unido) son eficaces, pero que también lo son los que protegen a los deudores (en Francia, por ejemplo, mantener el nivel de empleo es el objetivo central). Lo que importa es que se apliquen las normas y que todas las partes comprendan cómo se desarrollará el proceso de quiebra.

Ray Ball, de la Universidad de Chicago, analizó un tema estrechamente relacionado: la contabilidad de las empresas. Su análisis se centró en la eficacia con que los diversos sistemas ofrecen información sobre los balances a efectos del control, y en su capacidad para detectar variaciones, sobre todo pérdidas, en el valor de las empresas. Señaló la importante distinción entre los sistemas de *common law* que benefician a los accionistas, y los sistemas basados en la codificación, que confieren importantes derechos a otros interesados. Indicó que ambos sistemas permiten un control adecuado, pero, en mayor o menor medida, presentan deficiencias cuando se trata de detectar variaciones en el valor de las empresas. Christian Leuz, de la Escuela Wharton, señaló que los sistemas contables y de divulgación de datos están profundamente arraigados en el marco institucional. Por consiguiente, sostuvo que los sistemas tradicionales de los países en desarrollo, en que sólo suelen ser partes interesadas las personas con adecuado acceso a la información interna, quizá sean óptimos en entornos en que los sistemas de divulgación de datos son deficientes.

Ball subrayó que es indispensable realizar reformas complementarias para mejorar el régimen contable. En tal sentido son fundamentales las reformas jurídicas, sobre todo las que responsabilizan a los directivos ante los accionistas en caso de que se presente información inexacta sobre la situación de la empresa. Es inútil centrar la atención en las normas



Michael Pomerleano



Ian S. McDonald  
Director

Sara Kane • Sheila Meehan

Elisa Diehl  
Redactoras

Philip Torsani  
Director de artes gráficas

Jack Federici  
Diseñador gráfico

**Edición en español**

División de Español

Dirección de Servicios Lingüísticos

Adriana Russo  
Traducción

Martha A. Amas  
Corrección de pruebas  
y autoedición

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

12 de febrero de 2001

**52**

de contabilidad si la infraestructura en que se basan es deficiente.

### **Función de los bancos nacionales**

Si bien se analizaron una amplia gama de cuestiones, muchos participantes destacaron la importancia crucial del sector bancario. Mishkin hizo hincapié en que la posibilidad de crisis bancarias es el principal factor de riesgo en los mercados emergentes. Cuando los bancos son frágiles resulta arriesgado para las autoridades elevar la tasa de interés, lo cual limita los instrumentos disponibles para protegerse de una crisis cambiaria. Por sí solo, este factor puede desencadenar una crisis y llevar a los bancos a la quiebra.

Para mantener un sistema bancario sólido es esencial mejorar la reglamentación y la supervisión de los bancos. Al respecto, Gerald Caprio, del Banco Mundial, presentó un estudio sobre las características de los sistemas de supervisión que contribuyen a la solidez del sistema bancario. La conclusión más importante es que existe una correlación positiva entre la propiedad estatal de los bancos y la probabilidad de crisis. También observó una relación muy estrecha entre la generosidad de los sistemas de garantía de depósitos y la fragilidad de los bancos. Si bien muchas de las conclusiones confirman estudios anteriores, las vastas bases de datos utilizadas para este estudio (véase [www.worldbank.org/research/interest/data.htm](http://www.worldbank.org/research/interest/data.htm)) ofrecen material fiable para investigaciones futuras.

### **Opiniones de los agentes del mercado**

Al final de cada día de la conferencia hubo una presentación a cargo de personalidades que operan activamente en los mercados emergentes. El primer día, Mohammed El-Erian, de PIMCO, puso en tela de juicio la imagen de los mercados emergentes como riesgosos y sumamente volátiles. Afirmó que la volatilidad de las cotizaciones de dichos mercados ha disminuido en el último año por varias razones, entre las cuales destacó las mejoras en la política macroeconómica de los países, la menor participación de instituciones muy apalancadas, las medidas adoptadas por los países prestatarios para mejorar sus relaciones con los inversionistas, y la rápida respuesta del FMI cuando las recientes crisis en Argentina y Turquía pusieron en peligro toda esta categoría de activos.

Según El-Erian, un factor que favoreció especialmente la disminución de la volatilidad fue el mayor activismo de los prestatarios, manifestada, por ejemplo, en llamadas telefónicas en conferencia con inversionistas, un mayor suministro de datos (en parte como resultado de las iniciativas del FMI para



Fredric Mishkin



Gerald Caprio

fomentar la transparencia) y una mejor sincronización de las operaciones en el mercado de deuda.

Al final del segundo día, el primer Subdirector Gerente del FMI, Stanley Fischer, se refirió a los regímenes cambiarios y la prevención de las crisis. Sobre el primer tema, señaló que en todas las grandes crisis que afectaron a los mercados emergentes en los últimos años fue necesario abandonar el tipo de cambio fijo, mientras que en países similares con regímenes de flotación se produjeron problemas pero sin llegar a una crisis. Esto ha llevado a los analistas a centrar la atención en las soluciones extremas de la libre flotación o el tipo de cambio inamovible. Sin embargo, agregó que es posible recurrir a la flotación dirigida y otras soluciones intermedias, sobre todo en casos en que los países no permiten la afluencia de capitales internacionales.

Con respecto a la prevención, Fischer destacó los avances logrados en cinco áreas: la mayor franqueza en la supervisión del FMI, especialmente en cuanto a la vulnerabilidad de los países; la creación del programa de evaluación del sector financiero; la preparación y adopción de normas y códigos financieros; la mayor transparencia en el propio FMI, y la creación y reforma de las líneas de crédito contingente de la institución, a las que, manifestó Fischer, los países miembros empezarán a recurrir pronto.

El problema central, indicó Fischer, es cómo minimizar el daño provocado por la vulnerabilidad. Una vez que se produce una crisis, es forzoso decidir si se otorgarán garantías al sistema bancario, si se impondrán controles sobre el capital, o si habrá que hacer frente al colapso del sistema bancario. En las crisis recientes, el FMI ha dado su respaldo a una serie de países que optaron por la primera solución. A quienes les preocupa el riesgo moral que crean las garantías les respondió que ningún país sacrificaría o debería sacrificar su economía con el mero propósito de transmitir una señal de alarma a los inversionistas. ■

Wayne Camard  
Departamento de Relaciones Externas del FMI