

Discurso ante el Consejo de Relaciones Exteriores

## Michel Camdessus expone los objetivos del FMI al comienzo del siglo XXI

**E**n un discurso pronunciado ante el Consejo de Relaciones Exteriores en Nueva York el 1 de febrero, el Director Gerente del FMI, Michel Camdessus, se refirió al papel de la institución en el albor de un nuevo siglo. Camdessus destacó la capacidad de adaptación del FMI ante los desafíos que plantea una economía mundial en continua evolución, para atender las necesidades de sus países miembros así como las necesidades sistémicas. Frente a los países, subrayó, las funciones del FMI van más allá de la prevención de crisis —es decir, de su función de supervisión— e incluyen la reducción de la pobreza y la gestión de las crisis. A escala mundial, dijo Camdessus, la reforma de la arquitectura financiera internacional requiere mayor coordinación de la política económica y cooperación entre todas las naciones y con las instituciones internacionales para mantener la estabilidad mundial y reducir la incidencia y gravedad de las crisis financieras.

A continuación figuran fragmentos editados y traducidos del discurso de Camdessus. El texto completo, en

inglés, se publica en el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

El FMI es una institución en constante reforma. Podemos anticipar que en el futuro proseguirán y se intensificarán las tendencias a la integración de los mercados y los flujos de capital privado, pero también habrá problemas serios: algunos antiguos, como la pobreza, y otros nuevos, como el envejecimiento demográfico en muchos países y el posible aumento del extremismo y la violencia si no logramos contrarrestar la creciente desigualdad entre los países pobres y los prósperos.

El FMI, en su forma actual, tiene para sus países miembros cinco virtudes ampliamente demostradas:

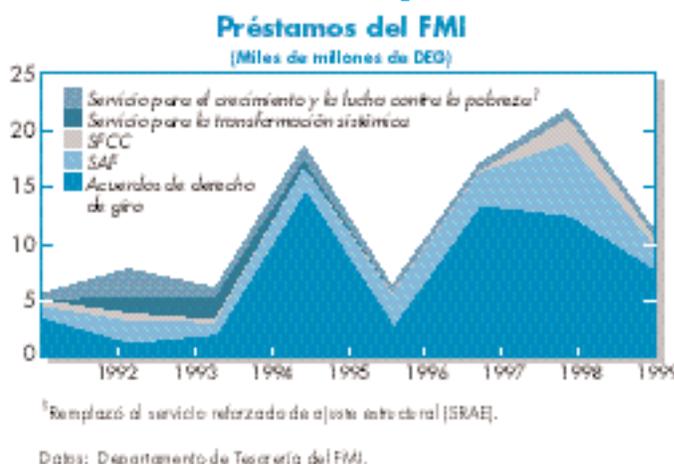
- Su universalidad y la responsabilidad que ésta implica de establecer una interrelación basada en la cooperación con sus países miembros.
- Una misión claramente definida y puesta a prueba, prevista en los objetivos originales de la institución y que sigue siendo válida. (Continúa en la pág. 34)

Actividad financiera del FMI en 1999

## Menos préstamos al afianzarse la recuperación

**E**l uso de recursos del FMI por los países miembros bajó en 1999 a DEG 10.800 millones (unos US\$14.700 millones) frente a DEG 21.500 millones (US\$29.300 millones) en 1998, al recuperarse las economías de los países miembros de las graves crisis que afectaron a muchas regiones en 1998. Si bien en 1999 disminuyeron los préstamos en el marco de todos los servicios financieros, varios países miembros recibieron grandes desembolsos durante el año. Brasil recibió el mayor desembolso, en el marco del servicio de complementación de reservas, por DEG 3.600 millones (US\$4.900 millones) además de DEG 814,1 millones (US\$1.100 millones) en el marco de un acuerdo de derecho de giro. México recibió el mayor desembolso al amparo de un acuerdo de derecho de giro, por DEG 1.040 millones (US\$1.400 millones). Los mayores desembolsos en el marco del servicio ampliado del FMI correspondieron a Indonesia, que efectuó giros por un

total de DEG 1.000 millones (unos US\$1.400 millones). Nicaragua recibió el mayor desembolso en el marco del servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza (SCLP), por DEG 78,3 millones (US\$106,7 millones). (Continúa en la pág. 39)



En este número:

**33**  
Camdessus habla del FMI en el nuevo siglo

**33**  
Menos préstamos del FMI en 1999

**37**  
Objetivos de inflación

**38**  
Asistencia técnica del FMI

**40**  
Nuevo personal de dirección

**41**  
Inversión mundial de cartera

**42**  
Estonia hacia la UE

**45**  
Flujos de capital hacia mercados emergentes

**46**  
Naturaleza de las crisis cambiarias

**48**  
Asia: Inversión extranjera directa

Y...

**36**  
Internet: Novedades

**39**  
Uso del crédito del FMI

**40**  
Publicaciones recientes

**48**  
Tasas del FMI

La aplicación eficaz y creíble de la política económica depende de factores más amplios: instituciones económicas bien concebidas, transparencia y buen gobierno.

—Camdessus

(Continuación de la pág. 33)

• *Flexibilidad*, es decir capacidad de adaptar rápidamente sus actividades a las nuevas necesidades de la economía mundial.

• El hecho de que la institución fue concebida como el “mecanismo” para promover la *colaboración multilateral* frente a los problemas económicos internacionales.

• Un *personal* conocido por su profesionalismo y singular experiencia en el cumplimiento de sus tareas de supervisión, asistencia técnica y gestión de crisis.

¿Cuál es la manera más eficaz de desarrollar esas virtudes en medio de la acelerada innovación y evolución de hoy? Procurando que la institución sea responsable frente a sus países miembros y, simultáneamente, que mantenga una perspectiva mundial, dando cumplimiento a sus cometidos referentes al sistema monetario y financiero internacional.

### Responsabilidades del FMI frente a cada país

Todos los países deben tener la certeza de que pueden acudir al FMI para que los ayude a lograr la estabilidad y un crecimiento económico de alta calidad. Permítanme centrar la atención en tres ámbitos en que la actividad de nuestra institución está cambiando:

**Prevención de crisis.** El mundo necesita una institución que ayude a prevenir crisis. Pero ese es apenas el mínimo indispensable. La función propia del FMI en tiempos normales consiste en el análisis y el diálogo de política económica —la supervisión— con todos sus países miembros: desde Estados Unidos hasta las más pequeñas naciones insulares del Pacífico. Naturalmente, la atención debe centrarse en los ámbitos básicos de la misión del FMI: la política y la gestión macroeconómicas. Pero además hemos comprendido que la aplicación eficaz y creíble de la política económica depende de factores más amplios: instituciones económicas bien concebidas, transparencia y buen gobierno, con todo lo que ello supone en cuanto a solidez financiera, reformas estructurales, aplicación de normas y programas sociales y laborales. Es por ello que la función de supervisión del FMI está sufriendo rápidos cambios:

• Se hace mayor hincapié en las consecuencias internacionales de la política económica nacional.

• Se está desarrollando la dimensión regional de la supervisión.

• Se incluye en la supervisión la evaluación técnica de los factores de vulnerabilidad y riesgo del sector financiero.

• Se difunden normas y códigos internacionalmente reconocidos.

**Reducción de la pobreza.** Debemos tratar de extraer las conclusiones lógicas del reconocimiento de que el infortunio de los países más pobres constituye el “más grave riesgo sistémico”. Pese a todos los esfuerzos de los últimos 50 años, el progreso ha sido demasiado lento: en muchos de los países más pobres la renta per cápita se ha reducido; la deuda se ha incrementado y la

pobreza sigue siendo generalizada. Por estas razones la comunidad internacional decidió recientemente poner en marcha un programa renovado, encaminado a hacer frente a la vez a la *pobreza* y al *sobreendeudamiento* a través de la versión revisada de la Iniciativa para los países pobres muy endeudados (PPME), que proporcionará alivio en gran escala para reducir la deuda de los países cuyos programas orientados al crecimiento económico comprendan expresamente una estrategia focalizada de lucha contra la pobreza en la que participe la sociedad civil.

En el marco de su apoyo a la lucha mundial contra la pobreza, el FMI ha sustituido su servicio financiero concesionario por el servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza (SCLP), de objetivos más precisos. ¿Por qué debe participar el FMI en ese nuevo enfoque? Porque se ha generalizado la convicción de que existe una relación de fortalecimiento mutuo entre estabilidad macroeconómica y reforma estructural, por un lado, y crecimiento económico y reducción de la pobreza y la desigualdad, por el otro.

No obstante, el hecho de que la reducción de la pobreza sea un objetivo explícito de los programas respaldados por el FMI no significa que haya cambiado radicalmente la orientación operativa de la institución. Más bien, recurriremos a nuestros homólogos en el Banco Mundial y los bancos regionales de desarrollo para llevar a cabo las operaciones crediticias que respalden las medidas directas de lucha contra la pobreza previstas en los programas económicos. El FMI pretende que la reducción de la pobreza sea un objetivo integral y explícito al diseñar los programas y que se disponga de los mecanismos y el respaldo necesarios para aplicarlos.

**Gestión de crisis.** Ésta es la labor más publicitada del FMI y, sin duda, debe seguir siendo esencial. Pero ante la diversidad de circunstancias nacionales, es preciso que el FMI aplique diversos métodos.

• En un extremo del espectro encontramos las situaciones más llamativas, en que las crisis nacionales tienen repercusiones sistémicas en los países súbitamente azotados por crisis de liquidez apremiantes. Actualmente el FMI está en mejores condiciones para otorgar ese respaldo a través del servicio de complementación de reservas, destinado a atender en forma rápida crisis graves, y las líneas de crédito contingente, a través de las cuales se procura evitar los efectos de contagio en países que, por lo demás, estén aplicando una política económica bien concebida.

• En el otro extremo del espectro está la crisis arraigada en muchos de los países más pobres que padecen la disminución del ingreso y la pobreza. En esos casos se necesitará asesoramiento de política económica, cooperación técnica y amplio apoyo financiero (aunque de reducidas proporciones a escala mundial), típicamente a lo largo de un período, no de meses o semanas, sino de varios años.

• Entre esos dos extremos se encuentran las muchas economías, cada una de ellas de pequeñas proporciones en relación con la economía mundial, cuya situación seguirá requiriendo la atención y el apoyo del FMI. Esos países, que no reúnen los requisitos para obtener apoyo concesionario ni aún están en condiciones de atraer flujos de capital privado considerable, pero que en algunos casos se ven confrontadas con las dificultades de una profunda reforma estructural, ocasionalmente necesitarán el respaldo oficial y deben tener la certeza de que podrán utilizar los servicios financieros del FMI cuando los necesiten.

### Responsabilidades sistémicas del FMI

Hace un año, en casi todas las conferencias internacionales el tema capital era la reforma de la arquitectura financiera internacional. Es mucho lo que se logró el último año en cuanto a una mayor transparencia —la regla áurea—, la estabilidad del sector financiero y el establecimiento de normas reconocidas internacionalmente. Pero existen otros tres importantes ámbitos en que el debate aún está en pie.

• Primero, dado el rápido aumento de los flujos de capital privado y sus posibilidades de expansión a largo plazo, un tema clave es el papel del sector privado en los mercados financieros. Parece especialmente útil hacer hincapié en lograr que el sector privado fomente la capacidad de los inversionistas para evaluar adecuadamente los riesgos y en adaptar convenientemente al FMI para que interactúe con el sector privado.

• Un factor básico a fin de crear condiciones para que el sector privado asuma un papel constructivo es promover la *liberalización de los flujos de capital*. Actualmente pocos pondrían en tela de juicio los beneficios de la libre circulación de capitales respaldada por medidas económicas e instituciones apropiadas y por un sector financiero estable. No obstante, la amplia diversidad de situaciones nacionales hace que cada país tenga que preparar cuidadosamente su propio camino hacia la liberalización.

• El debate sobre los regímenes cambiarios dista mucho de haber llegado a su fin. Ciertamente, está surgiendo cierta preferencia por regímenes de uno u otro extremo del espectro: sistemas de paridad fija o de convertibilidad en un extremo y de flotación libre en el otro. En la práctica, los regímenes no están tan polarizados y, sin duda, durante algún tiempo existirá una combinación de sistemas. A largo plazo habrá un pequeño número de monedas en el mundo, pero el ejemplo del euro lleva a pensar que es un proceso que tal vez se mida no en meses o años sino en décadas.

Se plantean actualmente varios problemas al tratar de crear una economía mundial más estable. Pero imaginemos un hipotético descalabro peor que el de 1997 y 1998. ¿El mundo estaría en condiciones de reaccionar? ¿Qué papel cumpliría el FMI?

Esto nos lleva a considerar la necesidad de un *prestamista internacional de última instancia*, y a analizar si el FMI podría cumplir ese papel. El FMI es la entidad

más semejante a un prestamista de esa naturaleza para el sistema financiero internacional. Nuestra institución ha venido cumpliendo y adaptando esa función a lo largo de más de 50 años, y nada impediría reconocer ese hecho, confirmar esa función como propia del FMI e invitar a la institución a seguir ofreciendo a la comunidad internacional esa garantía esencial, en un marco razonable que evite todo riesgo moral. Ciertamente es que en una crisis sistémica los recursos del FMI, con todo lo vastos que son, serían decididamente insuficientes. No estoy pidiendo un aumento masivo de los recursos del FMI, aumento que no creo que sea ni necesario ni conveniente. Sin embargo, el FMI debería tener la capacidad de crear liquidez en forma temporal, para lo cual podría estar autorizado a inyectar liquidez internacional —y a absorberla cuando ya no sea necesaria— de forma análoga a un banco central, por medio de la creación y asignación selectiva de DEG, la moneda de reserva del FMI.

Por último, quisiera referirme a la perenne cuestión del sistema monetario internacional y del *gobierno del FMI*, que forma parte del problema del buen gobierno de la economía internacional en su conjunto. No estoy aludiendo a algún tipo de gobierno mundial sino a la aspiración, más limitada, de una respuesta mundial a los problemas mundiales ineludibles. La dificultad consiste en encontrar mecanismos de gestión de la economía internacional que no comprometan la soberanía de los gobiernos nacionales, que promuevan el funcionamiento ordenado y eficaz de los mercados, que creen mayores oportunidades para los más pobres y que garanticen la estabilidad financiera internacional, pero que a la vez ofrezcan soluciones a problemas que actualmente rebasan las fronteras del Estado-nación. Quiera mencionar dos problemas: la coherencia en la adopción de decisiones económicas a escala internacional y la responsabilidad política.

La falta de coherencia en la adopción de decisiones queda ejemplificada en la imposibilidad de poner en marcha la ronda 2000 de negociaciones comerciales en Seattle. Considérese la incoherencia de que los ministros de Hacienda —en el marco de las instituciones de Bretton Woods— hayan decidido reducir a alrededor de la mitad la deuda de 35 ó 40 países pobres muy endeudados pero los mismos gobiernos no hayan logrado eliminar prontamente en el marco de la Organización Mundial del Comercio (OMC) las barreras comerciales a la exportación de esos países.

No menos urgente es la cuestión de la “responsabilidad política” de las instituciones internacionales, a las que con harta frecuencia suele tildarse de tecnocracias irresponsables. La verdad es que el FMI es responsable ante los gobiernos de sus países miembros, que pueden llamarlo a cuentas. Cada uno de los préstamos del FMI ha sido respaldado por los gobiernos de todos sus países miembros.



*Camdessus: El FMI es responsable ante los gobiernos de sus países miembros, que pueden llamarlo a cuentas. Cada uno de los préstamos del FMI ha sido respaldado por los gobiernos de todos sus países miembros.*

**Recuerden que el período de calma que hemos logrado para el mundo a un alto precio puede ser de corta duración, por lo cual debe haber también un período de intenso trabajo en pos de la reforma y el fortalecimiento de nuestras instituciones.**

—Camdessus

No, el problema no es que el FMI no sea responsable, sino que existe la impresión de que no lo es, y en ciertas ocasiones algunos gobiernos creen conveniente no expresar públicamente su apoyo a medidas que han respaldado en el Directorio de la institución. Parte del problema consiste en que hasta hace poco los gobiernos se mostraban reacios a publicar sus acuerdos con el FMI y los informes sobre las consultas del Artículo IV, lo que refuerza la impresión de que la institución no es responsable. Como saben, estoy categóricamente a favor de una mayor transparencia del FMI, y al dejar la institución me complace profundamente verla convertida en una entidad mucho más abierta. Una mayor apertura reforzará su legitimidad y su eficacia para mejorar cualitativamente el debate de política económica y la participación democrática en los países miembros, y al mismo tiempo promoverá la eficiencia en los mercados internacionales de capital.

No menos importante, sin embargo, es que se perciba con mucho mayor claridad que el FMI tiene el legítimo respaldo político de nuestros accionistas. Una reforma que he apoyado recientemente permitiría atender ese problema. Consistiría en transformar el comité ministerial asesor del FMI —el antiguo Comité Provisional,

llamado desde septiembre de 1999 Comité Monetario y Financiero Internacional— en un consejo con capacidad de decidir las principales orientaciones estratégicas de la economía mundial. Ello no supondría en modo alguno una injustificada politización del FMI: simplemente, a los ojos del público, haría recaer la responsabilidad en forma directa en la entidad que ya la posee.

También sería conveniente alternar la reunión cumbre que realiza el Grupo de los Siete cada dos años con una reunión de jefes de Estado y de Gobierno de los países representados en los directorios ejecutivos del FMI o del Banco Mundial. Ello supondría una justa y legítima representación de los 182 países miembros del FMI.

El programa de reforma que he expuesto no es especialmente radical; no obstante, aún no se está llevando a cabo en forma sostenida. Ojalá que las autoridades mundiales que recientemente expresaron su interés en reformar el FMI y las demás instituciones financieras internacionales, y que los 182 miembros de nuestra institución, recuerden que el período de calma que hemos logrado para el mundo a un alto precio puede ser de corta duración, por lo cual debe haber también un período de intenso trabajo en pos de la reforma y el fortalecimiento de nuestras instituciones. ■

**Publicado en Internet (sólo en inglés)**

**Comunicados de prensa**

00/3: El FMI designa a Horiguchi Director del Departamento de Asia y el Pacífico, 28 de enero

**Conferencias de prensa**

Transcripción de una conferencia de prensa de Michel Camdessus con antelación a la Conferencia de Jefes de Estado Africanos, 20 de enero

Transcripción de la videoconferencia de Michel Camdessus con periodistas de África francófona (Benin, Camerún, Senegal), 21 de enero (en francés)

**Notas informativas**

00/5: El FMI concluye la revisión del programa de Mongolia y aprueba un tramo de crédito de US\$8.100 millones, 24 de enero

00/6: El FMI concluye la revisión del programa de Tayikistán y aprueba un tramo de crédito de US\$18 millones, 28 de enero

00/7: El FMI designa a Masood Ahmed coordinador de la estrategia contra la pobreza, 28 de enero

00/8: El FMI publica la encuesta mundial sobre la inversión de cartera, 31 de enero

**Notas de información al público**

00/3: El FMI concluye el examen de la consulta del Artículo IV con Jamaica correspondiente a 1999 y el informe sobre dicha consulta, 27 de enero

00/4: El FMI concluye el examen de la consulta del Artículo IV con Croacia correspondiente a 1999 y el informe sobre dicha consulta, 30 de enero

**Discursos**

“Poverty Reduction and Growth: An Agenda for Africa at the Dawn of the Third Millennium”—Michel Camdessus ante la Cumbre de Jefes de Estado Africanos, Libreville, 18 de enero

“An Agenda for the IMF at the Start of the Twenty-First Century”—Michel Camdessus ante el Consejo de Relaciones Exteriores, Nueva York, 1 de febrero (pág. 33)

“The Unfinished Reform Agenda in Asia”—Hubert Neiss en el seminario del FMI sobre los medios de comunicación, 25 de enero

Presentación de Stanley Fischer ante el Comité Asesor de las Instituciones Financieras Internacionales, 2 de febrero

**Cartas de intención y memorandos de política económica y financiera**

Albania, 21 de enero

Indonesia, 27 de enero

Tayikistán, 1 de febrero

**Otros**

Tasa de remuneración, tasa de cargos y ajustes por distribución de la carga, 19 de enero

Se solicitan comentarios sobre la nueva redacción del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras 27 de enero

Preparación de un nuevo manual para el IPP, 2 de febrero

**Notas**

Cartas de intención y memorandos de política económica y financiera. Estos documentos, preparados por los países miembros, describen las políticas que el país se propone aplicar en el contexto de su solicitud de asistencia financiera al FMI.

Observaciones finales sobre las consultas del Artículo IV. Al concluir las consultas anuales del Artículo IV con las autoridades, y antes de preparar el informe del personal técnico para el Directorio Ejecutivo, la misión del FMI suele presentar a las autoridades sus observaciones preliminares.

En los documentos preliminares sobre la Iniciativa para los PPME se evalúa de manera preliminar si un país reúne los requisitos para recibir asistencia en el marco de dicha Iniciativa. Estos documentos, que resumen el análisis de viabilidad de la deuda acordado por el personal técnico del FMI y el Banco Mundial con las autoridades nacionales, se publican —con la aprobación del país— una vez analizados por el Directorio de ambas instituciones.

## Las bandas-objetivo de inflación no deben enviar señales contradictorias a los mercados

Algunos países industriales, como el Reino Unido, han intentado alcanzar y mantener un nivel de inflación bajo adoptando una estrategia de política monetaria basada en metas de inflación, para lo cual las autoridades anuncian que se proponen alcanzar una tasa de inflación explícita y cuantificada. El interés en la estrategia de objetivos de inflación ha comenzado a propagarse hacia los países de mercados emergentes, como Filipinas y Polonia, en los que la tasa de inflación es considerablemente mayor que el nivel que se pretende lograr a largo plazo.

### Márgenes de tolerancia

En el documento de análisis de política económica No. 99/8 del FMI “*Inflation Targeting: What is the Meaning of the Bottom of the Band?*”, preparado por Eric V. Clifton, del Instituto del FMI, se explora un aspecto del diseño de una estrategia de objetivos de inflación para las economías emergentes: la importancia del límite inferior de una banda objetivo cuando dicho límite sobrepasa la meta básica de inflación. Dado que en general se admite que es casi imposible alcanzar objetivos basados en un punto fijo, lo que puede ir en detrimento de la credibilidad del marco de política económica, el estudio parte del supuesto de que las autoridades permitirán que la inflación se sitúe dentro de una cierta gama; es decir, dejarán márgenes de tolerancia. La mayoría de los países que han adoptado una estrategia de este tipo han previsto estos márgenes, que, según Clifton, “permiten al banco central dar a los mercados cierta noción de la posible variabilidad de la evolución de la inflación”.

Según el estudio, también se ha observado que tratar de alcanzar una meta de inflación definida en forma muy estrecha podría provocar una excesiva inestabilidad de las tasas de interés. Si un país fija una banda estrecha para la inflación, se podrían necesitar variaciones más frecuentes de las tasas de interés para mantener la inflación dentro de la banda, lo cual podría desestabilizar los mercados financieros aunque se alcance la meta de inflación.

Según Clifton, una vez que se define una meta de inflación, las autoridades deben decidir si los márgenes de tolerancia adoptarán la forma de excepciones, tope máximo, tendencias centrales o bandas, y esos márgenes deben oficializarse y anunciarse al público como garantía de transparencia. Cuando las autoridades fijan condiciones en que es aceptable el incumplimiento de una meta puntual, se dice que establecen excepciones. Este método constituye en sí sólo un margen de tolerancia cuando se cumplen las condiciones especificadas. Un segundo método consiste en establecer la meta de inflación de modo que, dentro de cierto plazo, ésta sea

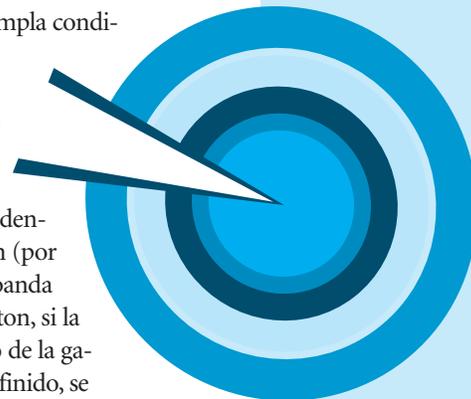
inferior a determinada tasa o tope máximo. Esta estrategia concede un amplio margen de tolerancia en el extremo inferior aunque no se cumpla condición alguna. El establecimiento de un tope máximo levemente superior al objetivo básico de inflación concede también cierto margen en el extremo superior. Una tercera opción consiste en fijar una tendencia central como meta de inflación (por ejemplo, el 2–3%) en vez de una banda específica. Por lo tanto, según Clifton, si la tasa media de inflación cae dentro de la gama correspondiente al periodo definido, se considera que el régimen ha sido eficaz.

### Bandas-objetivo

El método que goza de mayor aceptación, el de las bandas-objetivo, es el tema central del estudio. El extremo superior de la banda representa el tope máximo para la inflación. El extremo inferior constituye un nuevo atributo, que plantea la cuestión —parafraseando el título del estudio— de saber qué sucede cuando la inflación se sitúa por debajo del extremo inferior de la banda.

Según Clifton, ese extremo inferior admite dos interpretaciones básicas. Según la primera, constituye sólo una señal de orientación, para cuya determinación se tiene en cuenta que las autoridades monetarias no están en condiciones de alcanzar determinado punto —generalmente el punto medio— dentro de la banda. Por ejemplo, si las autoridades llegan a la conclusión de que el 5% es la tasa de inflación óptima que se debe tratar de alcanzar dentro de determinado marco (u horizonte) cronológico, y que se requieren márgenes de tolerancia de  $\pm 2\%$ , establecen como objetivo una gama comprendida entre el 3% y el 7%. Según Clifton, el límite inferior sirve únicamente para orientar las expectativas de inflación del mercado hacia la mitad de la banda. Conforme a esta interpretación, no se requieren medidas correctivas si la inflación se sitúa por debajo del límite inferior, y no es forzoso que los agentes del mercado comiencen a prever una flexibilización de la política monetaria.

Conforme a la segunda interpretación, el extremo inferior de la banda constituye un factor importante. Un autor dice que rebasarlo equivale a tocar una cerca electrificada. Según Clifton, la banda permite a “las autoridades dar a conocer su opinión sobre el nivel óptimo de inflación, la velocidad del proceso de desinflación que creen más adecuada, o ambas cosas”. Además, hace que los agentes del mercado tengan en cuenta la posibilidad de que se flexibilice la política monetaria si se prevé una inflación más baja que el límite inferior fijado como objetivo.



Clifton señala que a través del estudio no se sostiene que alguna de las dos interpretaciones sea más acertada que la otra: lo esencial para lograr transparencia y credibilidad es que las autoridades económicas hagan saber a los agentes del mercado, con la mayor claridad posible, qué política están aplicando o en qué circunstancias tolerarán que la inflación se aparte de la banda-objetivo. Según Clifton, si los límites inferiores no se determinan cuidadosamente se puede crear confusión en los mercados sobre la reacción de las autoridades frente a un descenso de la inflación.

**Estudios de casos**

En el estudio se pasa revista sucintamente a los estudios publicados sobre la estrategia de objetivos de inflación y la tasa de inflación óptima, y se analizan concretamente tres países —Canadá, Israel y Nueva Zelandia— en que el extremo inferior de la banda ha sido interpretado de un modo o de otro (como señal o como “cerca electrificada”). A través del estudio de estos casos se procura ilustrar algunas de las dificultades que supone la aplicación de metas de inflación en el diseño de bandas-objetivo.

**Canadá.** En febrero de 1991, el Banco de Canadá se comprometió a lograr la estabilidad de los precios y adoptó una estrategia basada en objetivos de inflación. En ese momento la inflación era de alrededor de un 6%, mientras que la meta oficial era inferior al 2%. En el

informe se indica que la estrategia incluía bandas-objetivo gradualmente descendentes, situadas entre el 2% y el 4% al concluir 1992 y el 1% y el 3% al término de 1995. En los primeros años, sin embargo, mientras las autoridades trataban de bajar la inflación, no se hizo mucho hincapié en las bandas-objetivo y las metas de inflación sólo se describieron utilizando los puntos medios.

En 1991 el banco anunció que si la inflación rebasaba la banda se procuraría volver a situarla en el punto medio. No obstante, comentarios de altos funcionarios del Banco de Canadá llevan a Clifton a suponer que interesaba más mantener el tope máximo que el mínimo. A su juicio, quizás “era natural” que no mantuvieran rígidamente el extremo inferior al tratar de reducir la inflación, pues es difícil prever el ritmo de desinflación. Ese proceder muestra que si las autoridades no brindan a los mercados información precisa sobre la forma en que interpretan el límite inferior de la banda de inflación, los mercados no podrán estar seguros de lo que harán las autoridades cuando la inflación se sitúe por debajo de ese límite.

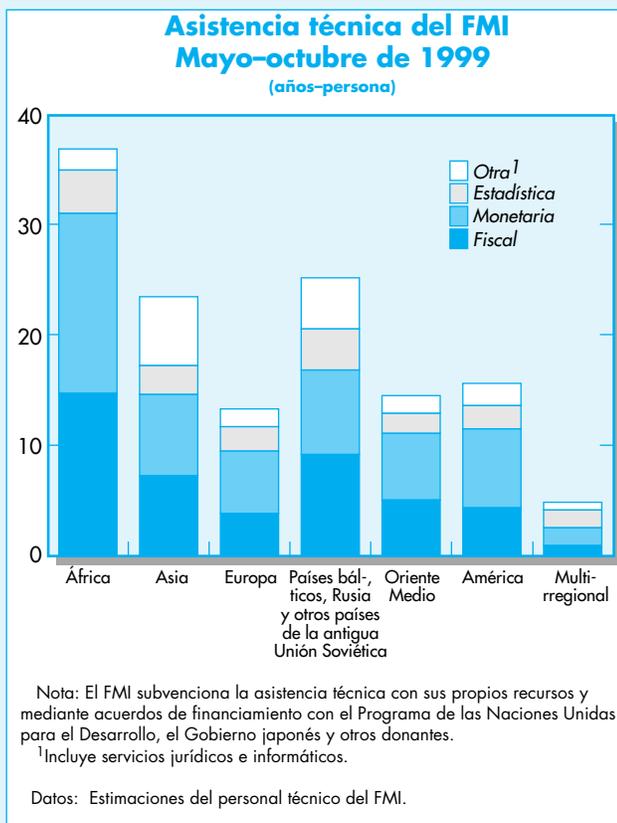
**Israel.** A mediados de los ochenta, la política monetaria de Israel se basaba oficialmente en un ancla cambiaria, pero extraoficialmente se utilizaban metas de inflación implícitas. En diciembre de 1991 Israel adoptó oficialmente una estrategia de objetivos de inflación con miras a mantener el tipo de cambio del sheqel en relación con una cesta de monedas dentro de una

banda de  $\pm 5\%$ . La banda debía depreciarse a lo largo del tiempo en función del diferencial de inflación previsto entre Israel y sus socios comerciales. Según Clifton, la meta de inflación explícita se adoptó más como un requisito técnico para ajustar el régimen cambiario que por su propia utilidad. En consecuencia, las metas de inflación recibieron poca atención hasta que el gobierno las observó oficialmente en septiembre de 1994. El objetivo primordial de la política monetaria del Banco de Israel es la estabilidad de precios, mientras que el gobierno ha dado mayor importancia al estímulo de la actividad económica y la reducción del desempleo que a la contención de la inflación.

En general, Israel ha establecido márgenes de tolerancia consistentes en bandas ya que, según las autoridades, es difícil alcanzar un punto fijo. No obstante, las autoridades no han hecho saber qué medidas adoptarían si la inflación se redujera por debajo del extremo inferior de la banda. En otras palabras, señala Clifton, no se sabe a ciencia cierta si el límite inferior de la banda constituye una “cerca electrificada” o una señal de orientación.

En 1998, cuando la inflación se redujo hasta ubicarse considerablemente por debajo de la banda existente, las autoridades no trataron de reubicarla en la banda, sino que aprovecharon la oportunidad para consolidar la desinflación.

**El volumen de asistencia técnica del FMI mantiene un alto nivel**



El Banco de Israel redujo las tasas activas oficiales a los efectos de lograr, en el curso del tiempo, la estabilidad de los precios. No obstante, durante algún tiempo los agentes del mercado no supieron con certeza si el banco adoptaría una política más expansiva o aprovecharía la disminución imprevista de la inflación para tratar de alcanzar los objetivos oficiales de inflación a largo plazo.

**Nueva Zelanda.** La experiencia de Nueva Zelanda con la estrategia de objetivos de inflación se inició en marzo de 1990, cuando el país, frente al lento crecimiento experimentado por el PIB durante algunos años y a la alta inflación, inició una reforma del proceso de formulación de la política económica. Inicialmente la estabilidad de precios se definió en función de límites del 0% al 2% y, como el punto de partida de la inflación superaba el 5%, se estableció una serie de metas intermedias. Aunque el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda adoptó como objetivo oficial el índice global de precios al consumidor, sus operaciones se centraron en una medida de la inflación subyacente para cuyo cálculo no se tuvieron en cuenta los efectos de algunas variables temporales (por ejemplo, modificaciones importantes de las tarifas del sector público). Además, el Banco estableció márgenes específicos de tolerancia en forma de bandas.

Las autoridades definieron claramente el extremo inferior de la banda, describiéndolo como una “cerca electrificada”. En septiembre de 1991, la inflación, medida por el índice de precios al consumidor, se redujo al 2,2%, y según las proyecciones debía bajar a menos del 2% al cabo del año. Según Clifton, se preveía para diciembre de 1991 una tasa de inflación subyacente de alrededor del 2%, nivel inferior a la gama fijada como objetivo para esa fecha. En septiembre, el banco central, respetando el extremo inferior de la banda fijada para diciembre de 1991, flexibilizó la política monetaria. No se intentó aprovechar la oportunidad para acelerar la desinflación.

**Conclusión**

Clifton afirma que los estudios de casos no pretenden ser análisis completos de los resultados de esos países con la estrategia de objetivos de inflación, que, anota, todos usaron con éxito para reducir las presiones inflacionarias, y subraya que estos estudios sirven más para ilustrar la dificultad de diseñar bandas-objetivo. Clifton concluye que los países que decidan adoptar una estrategia de este tipo deben preguntarse si la formulación del marco de política monetaria mejora la credibilidad y la transparencia. Las bandas-objetivo, subraya, pueden parecer sencillas en la superficie pero “pueden enviar señales contradictorias a los mercados sobre la intención de las autoridades si no se diseñan con cuidado”.

Pueden obtenerse ejemplares del informe Policy Discussion Paper No. 99/8 “*Inflation Targeting: What is the Meaning of the Bottom of the Band*”, por Eric V. Clifton, al precio de US\$7, solicitándolo al Servicio de Publicaciones del FMI. En la página 40 se explica cómo efectuar un pedido.

**Ante la reactivación, menos préstamos del FMI**

(Continuación de la pág. 33) En abril el FMI estableció las líneas de crédito contingente (LCC), por un período de dos años, para proporcionar financiamiento a corto plazo que ayude a los países miembros a superar necesidades excepcionales de financiamiento de la balanza de pagos que surjan a causa de una pérdida súbita y perjudicial de la confianza del mercado originada por el contagio financiero internacional. Al término de 1999, ningún país había hecho uso de las LCC.

El 24 de septiembre, el FMI creó un servicio financiero temporal para los países con dificultades de balanza de pagos derivadas de problemas informáticos a raíz del cambio de milenio. Ningún país utilizó este servicio ya que los problemas no se materializaron.

En diciembre, el Directorio Ejecutivo decidió que el FMI haría aportaciones a la Iniciativa reforzada para los países pobres muy endeudados (PPME) y al SCLP, que reemplazó al servicio reforzado de ajuste estructural.

Rusia recibió un cuantioso crédito en virtud de un acuerdo de derecho de giro (DEG 471,4 millones, US\$642,6 millones). Ucrania también recibió un cuantioso desembolso (DEG 466,6 millones, US\$636,1 millones) en el marco del servicio ampliado del FMI. Recibieron desembolsos de gran cuantía al amparo del servicio de financiamiento compensatorio y para contingencias Pakistán (DEG 352,7 millones, US\$480,8 millones) y Argelia (DEG 223,5 millones, US\$304,7 millones). En el marco del SCLP se efectuaron grandes desembolsos a Honduras (DEG 76 millones, US\$103,6 millones) y Yemen (DEG 62 millones, US\$84,5 millones).

Al término de 1999, 58 países aplicaban programas macroeconómicos y estructurales respaldados por el FMI (véase *Boletín del FMI*, 31 de enero de 2000, pág. 30). Al final del año el FMI había suscrito compromisos por un total de DEG 57.600 millones (US\$78.500 millones), de los cuales DEG 23.500 millones (US\$32.000 millones) no se habían utilizado.

Uso del crédito del FMI			
(Millones de DEG)			
	1997	1998	1999
Cuenta de Recursos Generales	16.112,86	20.586,19	10.010,09
Acuerdos de derecho de giro	13.255,39	12.098,01	7.480,40
SCR	4.100,00	8.726,31	3.636,09
SAF	2.749,87	6.331,63	1.849,30
SCR	0,00	675,02	0,00
SFCC	107,60	2.156,55	680,40
SCLP	730,59	895,96	736,78
Total	16.843,45	21.482,15	10.746,87

SCR = servicio de complementación de reservas  
 SAF = servicio ampliado del FMI  
 SFCC = servicio de financiamiento compensatorio y para contingencias  
 SCLP = servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza, (antiguo SRAE (servicio reforzado de ajuste estructural)).

En algunos casos los totales no coinciden con la suma debido al redondeo de las cifras.



## Horiguchi para Asia y el Pacífico y Ahmed para la asistencia a los países más pobres



Yusuke Horiguchi

El 28 de enero, el FMI anunció que Yusuke Horiguchi ha sido nombrado Director del Departamento de Asia y el Pacífico. Al mismo tiempo, el FMI anunció la designación de Masood Ahmed como Subdirector del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas. El comunicado de prensa No. 00/3 y la nota informativa No. 00/7 se publican, en inglés, en el sitio del FMI en Internet, [www.imf.org](http://www.imf.org).

La designación de Yusuke Horiguchi, ciudadano japonés, entra en vigor el 1 de febrero de 2000. Actualmente se desempeña como Director Asociado del Departamento y sucede a Hubert Neiss, que se jubiló después de 33 años al servicio de la institución.

Horiguchi ingresó al FMI en 1978 y ha ocupado varios cargos, incluido el de Subdirector del Departamento de Europa II, que comprende el Báltico y la antigua Unión Soviética, y el Departamento de Europa I, que comprende la Unión Europea y las economías en transición de Europa oriental. Fue designado Director Asociado del Departamento de Asia y el Pacífico en diciembre de 1998. Estudió en la Universidad de Keio y tiene un título en economía de la Universidad de Rice.

El Departamento a cargo de Horiguchi abarca una amplia gama de países de la región de Asia y el Pacífico, incluidos Japón, China e India, así como Indonesia, Corea, Tailandia y Filipinas, que tienen programas respaldados financieramente por el FMI.

Masood Ahmed trabajó 21 años en el Banco Mundial y ha sido Vicepresidente, Red sobre Reducción de la Pobreza y Gestión Económica, desde 1997. Ahmed coordinará los empeños del FMI por respaldar a los países miembros más

pobres a través del servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza (SCLP), recientemente creado en sustitución del servicio reforzado de ajuste estructural. También participará en otros aspectos de la labor del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas.

“La labor de Masood se centrará principalmente en el SCLP”, dijo el Director Gerente del FMI, Michel Camdessus. “También dedicará parte de su tiempo a la interacción del Fondo con otras instituciones y organismos, en particular en el contexto del SCLP.” Camdessus señaló que Ahmed ha venido actuando en estrecho contacto con altos funcionarios del FMI para elaborar una estrategia coordinada con el Banco Mundial sobre el alivio de la deuda y un plan concertado de lucha contra la pobreza. “Confiamos en que su aportación será muy valiosa”, agregó Camdessus.

En una conferencia de prensa del 28 de enero, el Director de Relaciones Externas del FMI, Thomas Dawson, señaló que se prevé que Ahmed ocupe su nuevo cargo en el FMI a fines de mayo o comienzos de junio.

Antes de ser designado Vicepresidente en el Banco Mundial, Ahmed, ciudadano paquistaní, fue Director del Departamento de Economía Internacional del Banco y jefe de la división de corrientes de capital internacionales y deuda de dicho departamento. En los años ochenta, contribuyó a articular la respuesta del Banco Mundial a la crisis energética mundial y entre 1987 y 1991 participó en la gestión de las actividades crediticias y de asesoramiento del Banco en los países del Magreb. Tiene una licenciatura y una maestría en economía de la London School of Economics. ■



Masood Ahmed

### Publicaciones recientes

#### World Economic and Financial Surveys

(Estudios económicos y financieros mundiales; US\$36; US\$25 para catedráticos y estudiantes universitarios)  
World Economic Outlook, October 1999 en francés

#### Occasional Papers (Serie de estudios; US\$18; para catedráticos y estudiantes universitarios, US\$15)

186: *Anticipating Balance of Payments Crises—The Role of Early Warning Systems*, Andrew Berg, Eduardo Borensztein, Gian Maria Milesi-Ferretti y Catherine Pattillo

188: *Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia*, Carl-Johan Lindgren, Tomas J.T. Baliño, Charles Enoch, Anne-Marie Gulde, Marc Qunityn y Leslie Teo

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

00/5: *Product Variety and Economic Growth—Empirical Evidence for the OECD Countries*, Michael Funke

00/6: *The “Soaring Eagle”—Anatomy of the Polish Take-Off in the 1990s*, Mark De Broeck y Vincent R. Koen

00/7: *The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons*, Akihiro Kanaya y David Woo

00/8: *The Role of Human Capital in Economic Growth—The Case of Spain*, Enric Fernandez y Paolo Mauro

#### Otras publicaciones

*Results of the 1997 Coordinated Portfolio Investment Survey (US\$27.50)*

Los pedidos deben dirigirse a: IMF Publication Services, Box X2000, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430; fax: (202) 623-7201; correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

La información sobre el FMI en Internet —incluidos la versión completa en inglés del *Boletín del FMI*, el suplemento anual del *Boletín del FMI, Finanzas & Desarrollo*, el catálogo actualizado de publicaciones, y los tipos de cambio diarios del DEG con respecto a 45 monedas— puede consultarse en el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org](http://www.imf.org)). 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.

## El FMI publica la primera encuesta integral de las inversiones de cartera en el mundo

El 31 de enero el FMI anunció la publicación de los resultados de la encuesta coordinada de 1997 sobre la inversión de cartera, la primera gran iniciativa estadística para cuantificar los activos de cartera de las principales naciones inversoras en cada país.

La encuesta, que abarcó la inversión en el exterior de 29 países en 1997, muestra que las inversiones en participaciones de capital y títulos de deuda a largo plazo llegaron a casi US\$5.200 billones a fines de ese año y que Estados Unidos, el Reino Unido y Japón fueron los principales inversionistas, con casi el 68% del total. La participación de Países Bajos, Italia y Francia oscila, para cada uno, entre el 4% y el 6% del total.

### Panorama de los activos de cartera

La encuesta permitió identificar inversiones de cartera no cuantificadas antes por un total de US\$750.000 millones. Los nuevos activos correspondían a inversionistas residentes en Europa y en Estados Unidos y Canadá y se calcularon a partir de datos nuevos (por ejemplo, de Canadá, Irlanda, Italia y España) y de la actualización de una encuesta de referencia de Estados Unidos. Bermuda, el único centro financiero extraterritorial que participó en la encuesta, concentraba US\$133.000 millones. La encuesta también permitió identificar pasivos antes no cuantificables por unos US\$500.000 millones, en su mayor parte relacionados con centros financieros extraterritoriales (cerca del 45% de los nuevos pasivos identificados) y con países de mercados emergentes (cerca del 36%). Con estos ajustes, se calculó en US\$9.400 billones a fines de 1997 el saldo de los pasivos por inversiones de cartera en participaciones de capital y títulos de deuda a largo plazo, y en US\$7.700 billones los activos de cartera.

En principio, los activos de cartera deben ser equivalentes al pasivo, pero en la práctica existen discrepancias. Pese a esta mayor cobertura, existe una diferencia de US\$1.700 billones, que representa cerca del 18% del pasivo total, en gran medida atribuible al gran aumento de las inversiones de cartera canalizadas por centros financieros extraterritoriales que no participaron en la encuesta.

Con este breve panorama de los activos de cartera y la posibilidad de establecer una comparación entre países, los resultados de la encuesta permiten ir sentando las bases para un análisis más profundo de la vulnerabilidad de los países que dependen mucho de los flujos de inversión de cartera para sostener el crecimiento económico. Al repetirse la encuesta, también se podría evaluar el impacto de las variaciones en las preferencias de cartera de los principales países inversores.

La encuesta incluye cuadros generales que ilustran cómo los países participantes asignan sus inversiones de cartera en sus principales contrapartes comerciales, cuadros de países con todos los datos recabados a nivel nacional y descripciones de las características principales de la encuesta realizada en cada país.

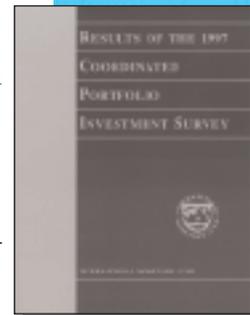
“Para la mayoría de los países participantes, es la primera vez que se recaban estos datos de acuerdo con definiciones y metodologías normalizadas”, señaló Carol Carson, Directora del Departamento de Estadística del FMI, que dirige la encuesta, agregando que “este criterio perfeccionó la calidad y comparabilidad de los datos. Sólo dos tercios de estos países ya compilaban un estado de la posición de inversión internacional, pero casi nunca con datos geográficos”. Para satisfacer los requisitos de la encuesta, la mayoría de los compiladores tuvieron que introducir cambios y ajustes importantes, inclusive quienes ya compilaban datos de las inversiones con su distribución geográfica. En conjunto, la encuesta abarcó las inversiones de cartera de más de 4.000 bancos, 8.000 instituciones financieras no bancarias y 13.000 empresas no financieras.

Un propósito importante de la encuesta fue dar cuenta de las asimetrías mundiales en los datos de balanza de pagos declarados, en especial los datos sobre flujos de inversión de cartera. Esas asimetrías fueron identificadas y analizadas en el informe del FMI de 1992 sobre la medición de los flujos de capitales internacionales de 1992, en el que se recomienda que los países tomen medidas para garantizar una mayor cobertura y una mejor implementación de las normas internacionales sobre estadísticas de las cuentas financieras de la balanza de pagos, que se asignen recursos y facultades legales suficientes a las actividades estadísticas, que los datos sobre saldos se recaben periódicamente y que se procure emprender una encuesta coordinada sobre los activos y pasivos de cartera internacionales, desglosados por país.

### Investigación de la asimetría mundial

El objetivo principal de la encuesta fue lograr que los principales países inversores emprendieran simultáneamente una encuesta de referencia sobre los activos de cartera, que los países participantes aplicaran definiciones y clasificaciones coherentes entre sí y ofrecieran un desglose de sus activos de cartera por país de residencia del emisor y que, en la medida de lo posible, se establecieran prácticas óptimas para el diseño y la ejecución de encuestas de este tipo.

Esta información se analizará en un próximo trabajo que complementará la publicación de los resultados de la encuesta. Se prevé la publicación de ese análisis en el primer trimestre de este año. En particular, se



utilizarán los datos para investigar los desequilibrios mundiales entre los activos y pasivos por inversiones de cartera teniendo en cuenta los datos derivados de la encuesta y otras fuentes de información. También se compararán los datos aportados por ocho países que recaban detalles geográficos de sus pasivos por inversiones de cartera con los activos correspondientes declarados por las contrapartes que participaron en la encuesta.

“El volumen de la discrepancia mundial entre activos y pasivos por inversiones de cartera sigue siendo sustancial”, dijo Carson. Ello podría atribuirse a la falta de fuentes de datos de los centros financieros extraterritoriales y de algunos países, sobre los que no se pudieron realizar estimaciones, y a la falta de cobertura de los activos de cartera de los hogares. “Estos elementos subrayan la necesidad de una participación más completa de los principales países inversores, incluidos los centros financieros extraterritoriales, en futuras encuestas para detectar el origen de la declaración incompleta de los activos mundiales de cartera y dar una pauta de la confiabilidad de los datos mundiales sobre los pasivos de cartera”, agregó Carson.

**Esfuerzo coordinado para recabar datos congruentes**

Aparte de cuantificar de alguna manera las discrepancias mundiales en las posiciones de inversión de cartera, la encuesta demostró también la posibilidad de

realizar un esfuerzo coordinado entre un gran número de países en relación con el alcance, cobertura, oportunidad, definiciones y conceptos para la recopilación de datos. La encuesta constituyó también un instrumento eficaz para establecer y divulgar normas metodológicas correctas en todo el mundo y facilitó el conocimiento de las prácticas de los países respecto del diseño de la encuesta y de otros criterios para la recolección de datos.

Carson también señaló que el trabajo dio una mayor difusión al *Manual de Balanza de Pagos* del FMI y estimuló su aplicación. “Cuanto más países adopten medidas para compilar su posición de inversión internacional, más probable es que se mejore la declaración de flujos y saldos de inversión de cartera y se reduzcan las discrepancias mundiales”, señaló.

Se proyecta realizar un estudio complementario para fines de diciembre de 2001 que incluirá las posiciones de inversión de cartera a corto plazo. También se procurará una mayor participación de los países y de los centros financieros extraterritoriales. ■

El texto en inglés de la nota informativa No. 00/8 se encuentra en el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org](http://www.imf.org)). *Results of the 1997 Coordinated Portfolio Investment Survey* pueden obtenerse por US\$27, solicitándolo al Servicio de Publicaciones del FMI. En la pág. 40 se explica cómo efectuar un pedido.

*Estonia*

**La integración económica: Desafío para los países que procuran ingresar a la UE**

**E**stonia, una de las tres economías en transición del Báltico, asigna gran prioridad a la rápida incorporación a la Unión Europea (UE) y a su participación en la Unión Económica y Monetaria (UEM) Europea, para lo cual ya ha dado grandes pasos hacia una economía de mercado. En un documento de trabajo del

FMI, René Weber, del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas del FMI, y Günther Taube, del Departamento de Europa II del FMI, evalúan las repercusiones macroeconómicas y los desafíos de política económica que plantean a Estonia su incorporación a la UE y la posible adopción del euro. Weber y Taube compartieron sus conclusiones con el Boletín del FMI.

TAUBE: Estonia fue incluido en el primer grupo de aspirantes a ingresar a la UE, junto con otros cuatro países en transición —Eslovenia, Hungría, Polonia y la República Checa—, por sus sólidas políticas macroeconómicas y estructurales, que le permitieron un importante progreso en materia de desinflación, estabilidad externa y crecimiento. Apoyándose en un régimen de caja de conversión —la corona estonia es totalmente convertible y está vinculada al marco alemán en relación de 8 a 1 desde 1992—, en general el país aplicó una política fiscal prudente. A su vez, avanzó mucho en la liberalización y desregulación de la economía interna, privatizó la mayoría de las empresas estatales, abrió sus puertas a la inversión extranjera y liberalizó el comercio exterior. Con la inclusión del país báltico más pequeño y septentrional entre los primeros candidatos a la incorporación, la Unión Europea reconoció el sostenido y eficaz empeño de Estonia en su transición a una economía de mercado, la búsqueda de la estabilidad macroeconómica y la compatibilización de sus normas a las de la UE.



**Estonia solicitó su ingreso a la UE en 1995 y dos años después el Consejo de Europa lo incluyó en el primer grupo de países que invitó a negociar la incorporación. ¿Por qué Estonia era un buen aspirante a un rápido ingreso?**

**El ingreso al mercado común conlleva costos y beneficios para los candidatos a integrar la UE.**

**¿Cómo se ponderan los costos y beneficios que representa para Estonia el ingreso al mercado común europeo y cómo incide en ello el comercio?**

**WEBER:** Ante todo, hay que tener presente que toda evaluación de costos y beneficios del ingreso a la UE exige juicios de valor. En el caso de Estonia, esto se complica por estar ya avanzada su integración económica a Europa occidental y porque se profundizaría en las etapas previas a su incorporación plena. Se trata de un proceso dinámico del que el ingreso a la UE y la ulterior participación en la UEM son etapas adicionales. Además, el marco de políticas de la UE y de la UEM sufrirá grandes cambios en los próximos dos años. En cuanto a los efectos del ingreso a la UE en el bienestar, alguna idea nos da la experiencia de los países que ingresaron antes de los años noventa, por ejemplo, la favorable evolución del crecimiento de Portugal, España y, especialmente, Irlanda. Por lo tanto, los beneficios económicos a más largo plazo justificarían los costos del ajuste en la transición.

En cuanto al comercio, quizá se modifique la baja protección de Estonia frente a los países que no integran la UE y sea necesario adoptar restricciones a la importación, por ejemplo, como parte de la política agrícola común. Toda pérdida de bienestar debido a la desviación del comercio sería limitada, dado que los principales interlocutores comerciales de Estonia ya forman parte de la red de acuerdos comerciales de la UE. Un mejor acceso a la UE de los productos agrícolas y de otros bienes y servicios compensaría la pérdida de bienestar resultante de las restricciones a la importación. Igualmente importante es que existe margen para una integración dinámica y para mejorar el bienestar merced a una competencia más intensa del exterior en el mercado estonio.

**¿Cómo se verá afectado el sector financiero con el ingreso a la UE? ¿Qué medidas deben adoptarse en ese sector?**

**WEBER:** Estonia tiene un acceso relativamente fluido a los mercados internacionales de capital, lo que ha intensificado la presión competitiva en el sector financiero interno y ha contribuido a la consolidación del sector bancario. Teniendo en cuenta su entorno ya favorable, Estonia despertará aun mayor interés en los inversionistas, pues está en vías de adoptar las directivas financieras de la UE y las normas mínimas de supervisión bancaria. También tenderían a facilitarse y bajar de costo el crédito externo y el financiamiento accionario para las empresas grandes y medianas.

Cabe prever una repercusión directa de los pagos de transferencias de y hacia la Unión Europea en la actividad económica de Estonia. Estimamos que el ingreso neto por transferencias a Estonia podría representar a mediano plazo cerca del 2% del PIB

anual. Además, el ingreso a la UE incidirá en la evaluación del riesgo soberano y cambiario por los acreedores, lo que reduciría la prima por riesgo de las tasas de interés internas. El menor costo del capital impulsaría la oferta y la demanda de crédito en Estonia, lo que estimularía las inversiones internas y apuntalaría el crecimiento, efecto que debería intensificarse con la perspectiva de una eventual participación en la UEM.

**¿Qué problemas fiscales plantea el ingreso a la UE y en qué medida está el país preparado para adaptarse a los requisitos de la UE? Por ejemplo, ¿qué cambios de política tendrá que introducir en el sistema tributario y en el gasto, y cuáles serán las repercusiones en el presupuesto?**

**TAUBE:** Una de las tareas de política fiscal es seguir armonizando los impuestos con los de la UE y perfeccionar la formulación presupuestaria y la gestión del gasto. A su vez, tendría que racionalizarse la administración pública. En lo tributario, Estonia está en una situación favorable pues cuenta con un sistema relativamente transparente, sencillo y eficaz —por ejemplo, una tasa fija de impuesto a la renta del 26%— y sólo requerirá unos pocos ajustes más para armonizar los impuestos con los de la UE.

En cuanto al gasto, el ingreso a la UE tal vez imponga una presión mayor, sobre todo por la necesidad de incrementar la inversión del sector público para mejorar la infraestructura y el medio ambiente. Se prevé un aumento del gasto corriente para cumplir con las normas de la UE y establecer las condiciones jurídicas e institucionales previas al ingreso, pero la mayor eficiencia que se logre y la redistribución del personal ayudarían a contener ese aumento.

Buena parte de ese incremento podría financiarse con fondos de la UE, como el Instrumento de políticas estructurales para el preingreso, el programa PHARE y la asistencia agrícola para las etapas previas al ingreso que facilita la aplicación de la política agrícola común. Dado que una parte sustancial de estos recursos se concederá como subvenciones, el déficit fiscal y la deuda pública no aumentarán mucho.



*René Weber (izq.) y Günther Taube.*

Fotos: Denio Zara, Padraic Hughes, y Pedro Márquez, FMI, págs. 35, 40 y 43; Rickey Rogers de Reuters, págs. 46 y 47.

**¿Cuáles son los requisitos jurídicos e institucionales de la UEM y cuánto le resta a Estonia para cumplirlos? ¿Cuáles son las repercusiones del ingreso a la zona del euro en la orientación monetaria, los diferenciales de las tasas de interés y el atractivo de Estonia para los mercados de capital?**

**WEBER:** Los aspirantes a ingresar a la UE tienen que prepararse para la eventual participación en la UEM, pero no tienen que cumplir los criterios de convergencia macroeconómica de Maastricht en el momento del ingreso.

Aunque Estonia tiene antecedentes de aplicación de políticas macroeconómicas prudentes, tendrá que procurar una mayor convergencia con la zona del euro en la inflación y las tasas de interés. Para participar en la UEM, los países deberán cumplir una serie de requisitos jurídicos e institucionales, como la total liberalización de los flujos de capital y la creación de un banco central independiente con el mandato inequívoco de garantizar la estabilidad de precios. Estonia es uno de los candidatos que mejor cumple estos requisitos. El papel y las funciones de su banco central están claramente definidos y los movimientos de capital fueron liberalizados en las primeras etapas de la transición, lo que facilitaría la vinculación del sistema de pagos internos a la red de sistemas de pagos transfronterizos de la zona del euro.

Dado que la corona estonia está vinculada al marco alemán, la orientación monetaria de Estonia ya está determinada en gran medida por la política monetaria del euro. Por lo tanto, la adopción del euro implicaría en esencia el mantenimiento de la orientación monetaria. Sin embargo, el hecho de que las tasas de interés a corto plazo se equipararán en su momento con las del resto de la zona del euro estimulará la actividad económica. Desde la perspectiva de Estonia, la convergencia de las tasas de interés en las etapas previas al ingreso a la UEM se producirá unilateralmente, lo que llevará las tasas a corto plazo al nivel más bajo de la zona del euro. En cuanto a las tasas a largo plazo, no se exige ni es previsible una convergencia total. De todos modos, la credibilidad derivada de la participación en la UEM mejorará aún más la calificación de Estonia como prestatario y su posición en los mercados financieros.

**Su trabajo sugiere que los efectos positivos a mediano y largo plazo que tendrá en el crecimiento la consolidación de los vínculos con la economía europea podrían exacerbar los desequilibrios macroeconómicos. ¿Cuál es la naturaleza de esos desequilibrios y por qué podrían surgir? ¿Son el crecimiento y el equilibrio externo objetivos encontrados?**

**TAUBE:** Nuestro análisis de los efectos presupuestarios y financieros sugiere que un aumento de la inversión pública relacionado con la UE y una

disminución de la prima por riesgo de la tasa de interés crearán un impulso fiscal y monetario que no sólo dinamizará la actividad interna, sino que también incrementará la demanda de importaciones y la dependencia del financiamiento externo. En consecuencia, podría ampliarse el déficit en cuenta corriente, directamente, por la mayor importación de bienes de consumo y de inversión vinculada a los créditos de la UE, e indirectamente, por el aumento del PIB y de la demanda de importaciones.

A efectos de determinar la relación entre un mayor crecimiento y un agravamiento de los desequilibrios externos, realizamos simulaciones con el modelo macroeconómico MULTIMOD del FMI. Suponiendo un efecto compuesto de mayor gasto en inversión pública y tasas de interés cada vez más bajas, estas simulaciones indican que, en efecto, el déficit en cuenta corriente podría aumentar paralelamente al PIB real. Aunque estos resultados dependen mucho de las hipótesis del modelo, apuntan sin embargo a la necesidad de prestar atención desde el principio a los factores de presión macroeconómica relacionados con el proceso de ingreso.

**Parecería que, para Estonia, los beneficios del ingreso a la UE habrán de superar los costos. ¿Qué medidas recomendaría para reducir al mínimo los costos y aprovechar plenamente los beneficios?**

**WEBER:** La escasa disponibilidad de instrumentos de política macroeconómica para hacer frente a los problemas que puede plantear el ingreso a la UE exige tener en cuenta determinados aspectos fiscales y estructurales. A falta de un instrumento cambiario, el proceso de ajuste se producirá sustancialmente a través de la economía real por medio de ajustes en los precios, los salarios y el empleo. A nuestro juicio, los instrumentos de política con que cuenta Estonia deben orientarse a atemperar las presiones de la demanda interna y fomentar el ahorro. Ello ayudará a dar más solidez a su posición externa en un contexto macroeconómico orientado a la estabilidad. También parece fundamental un uso eficaz de los recursos para la inversión pública ante el ingreso adicional de capital. Quisiéramos subrayar que Estonia tiene un considerable control de sus políticas fiscal y estructural para ordenar el ajuste que requiere el ingreso a la UE y aprovechar los posibles beneficios económicos de ese proceso. ■

Pueden obtenerse ejemplares del documento de trabajo 99/156, *On the Fast Track to EU Accession: Macroeconomic Effects and Policy Challenges for Estonia*, por René Weber y Günther Taube, al precio de US\$7, solicitándolo al Servicio de Publicaciones del FMI. En la pág. 40 se explica cómo efectuar un pedido.

# Se prevé para el 2000 un repunte de los flujos netos privados hacia los mercados emergentes

A l quedar atrás las crisis financieras de Asia, Rusia y Brasil, los prestamistas e inversionistas internacionales parecen estar recuperando la confianza en los mercados emergentes, según un informe del Instituto de Finanzas Internacionales (IFI) del 24 de enero. En *Capital Flows to Emerging Market Economies*, el IFI prevé que los flujos netos privados hacia 29 importantes economías de mercados emergentes aumentarán a US\$190.000 millones en 2000, (US\$150.000 millones en 1998 y 1999).

La inversión extranjera directa (IED), el grueso de los flujos privados hacia las economías emergentes en 1997-98, aumentó de US\$120.000 millones en 1998 a US\$140.000 millones en 1999 y seguirá siendo cuantiosa en 2000, según el IFI. Las inversiones de cartera en acciones de estas economías han vuelto a repuntar tras un paréntesis de dos años, y se prevé que en 2000 lleguen a US\$34.000 millones, frente a US\$17.000 millones en 1999. El IFI prevé que la IED total y los flujos de cartera en acciones alcanzarán este año el nivel récord de US\$155.000 millones registrado en 1999.

## Asia y América Latina

Los flujos destinados a Asia (China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia) y a América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela) están repuntando con la mayor velocidad, según el informe. Se prevé que Asia reciba flujos netos privados por US\$60.000 millones en 2000 (US\$40.000 millones en 1999 y tan sólo US\$6.000 millones en 1998). En Asia, las economías más afectadas en 1997-98, que tuvieron cuantiosos flujos negativos, recibirán este año una moderada afluencia de capital privado. Los flujos privados hacia China aumentarán sensiblemente en 2000 y probablemente se intensifique aún más la afluencia de capitales privados a Corea.

Se prevé que los flujos privados hacia América Latina aumenten a unos US\$90.000 millones este año, tras haber bajado a unos US\$69.000 millones en 1999. Los flujos netos de crédito privado hacia esta región aumentarían a US\$35.000 millones, frente a un volumen de tan sólo US\$8.000 millones en 1999; Brasil concentrará gran parte del aumento. Según las proyecciones del IFI, los flujos netos privados hacia Brasil llegarán a casi US\$40.000 millones este año, frente a un nivel inferior a US\$20.000 millones en 1999, año en que el país efectuó cuantiosos reembolsos netos a los acreedores extranjeros. Se prevé que este año Argentina siga recibiendo un volumen sustancial de flujos netos privados (unos US\$14.000 millones), y que en México la afluencia neta de capitales privados se establezca en torno a unos US\$19.000 millones.

## Europa, África y Oriente Medio

Se prevé que en 2000 los flujos privados hacia las economías europeas de mercados emergentes (Bulgaria,

Eslovaquia, Hungría, Polonia, República Checa, Rumania, Rusia y Turquía) se mantengan en un nivel estable de alrededor de US\$30.000 millones. Los flujos correspondientes a inversiones en acciones representan un 60% de esta cifra. Según el IFI, los flujos netos hacia Rusia pueden ser negativos este año debido a reembolsos netos a algunos acreedores. El IFI prevé que los flujos privados hacia África y Oriente Medio (Argelia, Egipto, Marruecos, Sudáfrica y Túnez) aumentarán moderadamente este año, en gran parte debido a una mayor afluencia de capitales a Sudáfrica al mejorar la actitud de los inversionistas hacia ese país.

## Perspectivas

El IFI advierte que, pese a esta alentadora perspectiva de repunte, la recuperación parece vacilante por varias ra-

### Flujos financieros hacia los mercados emergentes, por región

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	1996	1997	1998	1999 <sup>1</sup>	2000 <sup>2</sup>
<b>Flujos privados netos</b>	327,9	265,7	147,8	148,7	193,1
América Latina	97,3	107,7	97,5	68,8	89,6
Europa	50,4	74,5	35,1	31,9	32,5
África/Oriente Medio	3,8	15,7	9,4	8,7	11,6
Asia/Pacífico	176,3	67,9	5,8	39,3	59,4
Cinco economías asiáticas <sup>3</sup>	108,1	-0,2	-36,4	-3,7	7,8
<b>Flujos oficiales netos</b>	7,6	38,9	52,8	11,9	9,1
América Latina	-10,5	-2,6	15,7	5,5	-1,9
Europa	11,2	6,1	8,1	3,0	4,4
África/Oriente Medio	1,8	-1,3	-2,2	-1,0	-1,7
Asia/Pacífico	5,0	36,7	31,2	4,3	8,3
Cinco economías asiáticas <sup>3</sup>	-1,6	29,9	26,9	1,4	6,3

<sup>1</sup>Estimación.

<sup>2</sup>Pronóstico del IFI.

<sup>3</sup>Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

Datos: Instituto de Finanzas Internacionales, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, 2000.

zones. Primero, la evolución de los mercados financieros de los países industriales podría repercutir negativamente en los flujos financieros hacia las economías de mercados emergentes. Segundo, en varios países de mercados emergentes se realizarán elecciones este año, lo que crea dudas de que puedan mantenerse políticas macroeconómicas prudentes y continuarse las reformas estructurales frente a las presiones electorales; y tercero, temen los inversionistas y prestamistas privados que las políticas oficiales de estos países perjudiquen sus intereses. En los pronósticos para el 2000 se supone que no habrá crisis financieras graves en ninguna economía de mercados emergentes, pero en el informe se subraya que no se puede descartar su posibilidad. ■

*Capital Flows to Emerging Market Economies*, puede consultarse en el sitio de IFI ([www.iif.com](http://www.iif.com)).

## Según un estudio del FMI, las crisis cambiarias aparentemente fueron distintas en los años noventa

La mayor frecuencia de las crisis cambiarias en los años noventa ha despertado el interés por investigar sus causas, pero sorprende la poca atención que se ha prestado a determinar si ha cambiado el carácter de las crisis. En *Has the Nature of Crises Changed?*, Nada Choueiri y Graciela Kaminsky examinan lo ocurrido en un país —Argentina— que ha sufrido siete grandes crisis cambiarias en los últimos 25 años y concluyen que las crisis de Argentina en los años setenta y ochenta fueron principalmente el resultado de las políticas monetarias y fiscales internas y externas, pero que el contagio de crisis desencadenadas en otros países también fue un factor importante en los años noventa.

### Cronología de las crisis

En los últimos 25 años Argentina ha sufrido las consecuencias de casi todas las perturbaciones financieras internacionales importantes y de varias crisis puramente internas. Valiéndose de datos sobre ese período y adaptando su modelo macroeconómico a los dos principales regímenes cambiarios aplicados en ese país, Choueiri y Kaminsky examinan siete planes de estabilización y las crisis que afectaron a todos menos al último: el Gelbard (1973–75); la “Tablita” (1978–1981); Alemann (1981–82); Austral (1985–87); Primavera (1988–89); BB (1989–90) y el de Convertibilidad (1991 hasta el presente).

Con una inflación crónica durante gran parte de su historia económica posterior a la segunda guerra mundial, Argentina se ha caracterizado por la alternancia de un régimen de tipo de cambio fijo unificado, con plena convertibilidad para las transacciones corrientes y de capital, y un tipo de cambio dual, fijo para las transacciones corrientes y flotante para las de capital. El modelo de las autoras capta las características estilizadas de ambos sistemas. En el primer régimen se definía por adelantado una meta para el crédito interno y se abandonaba el tipo de cambio fijo si constituía un obstáculo para una política monetaria discrecional. Los inversionistas, conscientes de que las dos metas podían ser incompatibles, preveían el abandono de la paridad fija al agotarse las reservas.

Las reservas podían agotarse debido a una variedad de perturbaciones. El modelo de las autoras considera perturbaciones monetarias. Para reflejar el régimen de tipo de cambio dual, las autoras crean una prima del mercado financiero (como indicador de la credibilidad de la política) que aumenta ante una política de expansión monetaria interna, perturbaciones positivas para las tasas de interés mundiales y contagio a nivel regional, y disminuye ante el descenso de las reservas y perturbaciones positivas para la demanda monetaria.

### Naturaleza de las crisis

Las perturbaciones de la política monetaria fueron, según el estudio, la principal causa de muchas de las crisis

cambiarias de Argentina y alcanzaron particular intensidad en los años setenta. La crisis puede atribuirse en un 73% a perturbaciones de la política monetaria en el caso del plan Gelbard y en un 45% en el régimen de la “Tablita” y la hiperinflación del final de los años ochenta.

En general, las perturbaciones de la política monetaria se originaron en la excesiva expansión de la oferta monetaria por efecto de presiones fiscales o deficiencias del sector financiero, o una combinación de ambos factores. El déficit fiscal fue uno de los principales motivos de la expansión monetaria durante la aplicación del plan Gelbard. Entre septiembre de 1973 y febrero de 1975, el crédito interno (en dólares de EE.UU.) aumentó a más del doble, mientras que el déficit fiscal, como porcentaje del PIB, creció del 5,3% en 1972 al 7,8% en 1974. Las presiones fiscales también contribuyeron a la fuerte expansión monetaria que precipitó el abandono de la “Tablita” en 1981, pero los cuantiosos rescates realizados ante una crisis del sector bancario fueron más desestabilizadores aún. Hacia el fin de la década, Argentina —desconectado de los mercados mundiales de capital— trató de financiar el déficit público con enormes incrementos del crédito interno, y de inmediato se generó otra crisis.

Las perturbaciones adversas de la demanda monetaria —en gran medida generadas por la escalada de la inflación— también fueron factores importantes en muchas de las crisis. Al acelerarse la inflación a mediados de los años ochenta, los particulares y las empresas empezaron a deshacerse del dinero nacional, produciéndose un círculo vicioso en que los elevados déficit originaron alta inflación, dolarización y más inflación.

Los problemas del sector bancario y la confiscación de depósitos a principios de los años ochenta y en enero de 1990 también incitaron a los particulares a adquirir dólares. Los retrocesos en los programas de liberalización del sector bancario deterioraron aún más la confianza del público. En total, las perturbaciones de la demanda monetaria explican entre el 40% y el 60% de la severidad del período inicial de las crisis de 1981–82, 1989–90 y 1995, y el 96% del descenso de las reservas de divisas que se produjo al desplomarse el plan Austral.

El plan de la “Tablita” debió abandonarse a raíz de la incertidumbre financiera y de varias corridas bancarias tras la quiebra de un importante banco. Las perturbaciones de la demanda monetaria de principios de los años ochenta también se originaron debido a las perspectivas de restablecimiento de restricciones de la cuenta de capital y la aplicación de impuestos al capital. Estos temores se intensificaron tras estallar el conflicto con el Reino Unido a principios de 1982, y la fuga de capitales se aceleró extraordinariamente. En efecto, las autoridades impusieron drásticos controles cambiarios en abril y establecieron un mercado cambiario dual en

julio. El golpe de gracia fue el recrudescimiento de la inflación y el mecanismo adoptado para reducir el valor de los préstamos bancarios y los depósitos. La dolarización se aceleró, y se estima que a mediados de los años ochenta había en circulación US\$5.000 millones en dólares billete. Al adoptarse el plan Austral, el sector financiero se estabilizó por un breve período, pero poco después la demanda monetaria disminuyó ante las fallas en el ajuste fiscal y el resurgimiento de temores de inflación.

La dolarización acelerada y la inestabilidad financiera contribuyeron al desmoronamiento de los planes Primavera y BB en 1989–90, y las perturbaciones de la demanda monetaria explican casi una tercera parte del aumento de la prima de la tasa financiera. En enero de 1990, un mecanismo de reducción del valor de las deudas causó de inmediato una conmoción cuando los bonos perdieron el 70% de su valor nominal. En marzo de 1990, el M3 (circulante y todos los depósitos en moneda nacional) había caído al 3,1% del PIB, y el porcentaje en dólares (billetes y depósitos) del total de activos alcanzó el 80%.

Tras una década de confiscaciones y represión financiera, los argentinos reaccionaron con premura ante las primeras señales de problemas en el sistema financiero. Al agravarse los problemas en 1994 y 1995, los particulares retiraron rápidamente sus depósitos. En el primer trimestre de 1995, los bancos comerciales perdieron casi el 20% de sus depósitos. Lamentablemente, las medidas del banco central dejaron dudas sobre la determinación de defender el régimen vigente desde abril de 1991 y estimularon un vuelco hacia instrumentos en dólares. En general, señalan Choueiri y Kaminsky, las perturbaciones adversas de la demanda monetaria explican alrededor del 47% del descenso inesperado de las reservas de divisas entre enero de 1994 y febrero de 1995.

En los períodos en que Argentina ha participado activamente en los mercados de capital, los factores externos —sobre todo la sensibilidad a las fluctuaciones de las tasas de interés mundiales— también han tenido influencia en las crisis cambiarias.

En los años noventa, sin embargo, las perturbaciones externas no se limitaron a las fluctuaciones de las tasas de interés mundiales. Las repercusiones de la situación de otros países latinoamericanos multiplicaron las pérdidas suscitadas por la aplicación de una política monetaria más restrictiva en Estados Unidos, y los datos parecen indicar que el contagio se produjo por la vía financiera. A principios de los años noventa, los fondos de inversión dedicados a los mercados emergentes invertían como mínimo el 5%, 13% y 8% de su cartera en Argentina, Brasil y México, respectivamente, pero una pérdida en un país podía suscitar la venta de activos en otros mercados emergentes. Como era de prever, Argentina y Brasil, que tenían las bolsas de valores más líquidas, sufrieron los peores efectos durante la crisis “tequila”. Casi un tercio del descenso de las reservas de Argentina de enero de 1994 a febrero de 1995 puede atribuirse a los efectos de contagio.

## Conclusión

En el estudio de Choueiri y Kaminsky se llega, entre otras, a las siguientes conclusiones:

- *La política monetaria restrictiva aplicada en los países industriales influyó, como se sostiene en estudios previos, en el cambio de sentido de los flujos de capital de principios de los años ochenta y mediados de los noventa.* El desplome del plan Alemann y el ataque especulativo contra el peso en 1994–95 fueron precipitados en gran medida por la contracción monetaria en Estados Unidos.

- *La incoherencia en las políticas monetarias y cambiarias suscitó buena parte de los principales ataques especulativos contra el peso argentino.* Además, el acelerado ritmo de emisión monetaria llevó a una completa dolarización de la economía. La desmonetización se intensificó tras la hiperinflación de fines de los años ochenta y principios de los noventa y, en febrero de 1990, la razón M1/producto (producción industrial) había caído a un quinto de su valor de febrero de 1987.

- *Las frecuentes contramarchas en las políticas de liberalización, las restricciones de la cuenta de capital y los controles de las tasas de interés y el crédito estimularon la fuga de capitales y ejercieron presión a la baja sobre la demanda monetaria.*

- *Las políticas deliberadamente encaminadas a reducir el valor real de la deuda interna, pública o privada, quebrantaron aún más la fe del público en su sistema financiero y aceleraron el proceso de dolarización.*

- *En los años noventa el panorama parece algo distinto.* El contagio de otros países latinoamericanos parece haber sido la causa de los problemas financieros de Argentina y explica casi el 30% de la severidad del ataque especulativo de 1995. Este nuevo canal de contagio no resulta extraño ante el grado de integración de Argentina a los mercados mundiales de capital y la importante función que desempeñan los fondos comunes de inversión en América Latina.

Estos resultados también plantean muchos temas de estudio futuro. Una comprensión más profunda de la naturaleza de los ataques especulativos, señalan Choueiri y Kaminsky, exige una medición más precisa de los controles de la cuenta de capital y de las tasas de interés para cuantificar la forma en que la demanda monetaria se ve afectada cuando primero se adoptan medidas de liberalización y luego se las deja sin efecto. Asimismo, dada la acelerada transformación que caracteriza a los mercados mundiales de capital, se requiere una mejor comprensión de la naturaleza de los canales de los mercados financieros para poder diseñar estrategias más eficaces que permitan evitar las crisis y los contagios. ■

Ejemplares del documento de trabajo 99/152, *Has the Nature of Crises Changed? A Quarter Century of Currency Crises in Argentina*, por Nada Choueiri y Graciela Kaminsky, pueden obtenerse al precio de US\$7, solicitándolo al Servicio de Publicaciones del FMI. En la pág. 40 se explica cómo efectuar un pedido.

# La inversión extranjera directa en Asia se mantiene estable pero los flujos a cada país varían



Ian S. McDonald  
Director

Sara Kane • Sheila Meehan  
Elisa Diehl  
Redactoras

Philip Torsani  
Director de artes gráficas

Edición en español

División de Español  
Dirección de Servicios Lingüísticos  
Adriana Russo  
Traducción

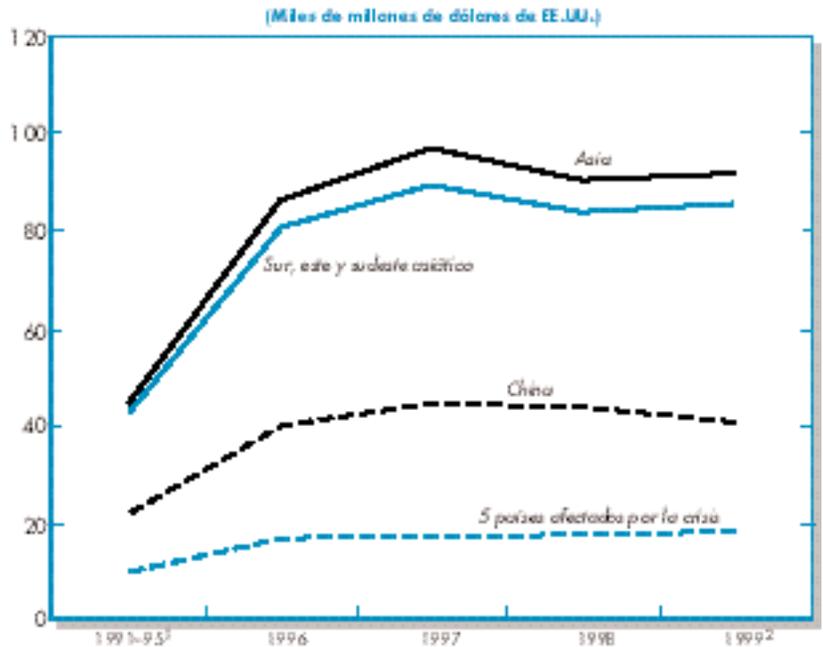
Magdalena Copeland  
Corrección de pruebas  
y autoedición

El *Boletín* (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 23 números en español, francés e inglés, además del *Suplemento del Boletín del 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 deberán dirigirse a: Publication Services, Box XS900, IMF, Washington D.C. 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430. Fax: (202) 623-7201. Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

Tras la crisis financiera de 1997-98, la vaticinada disminución de la afluencia de inversión extranjera directa (IED) a Asia no se materializó, según un comunicado de prensa de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) del 25 de enero. Al contrario, las estimaciones preliminares de la UNCTAD para 1999 indican que la afluencia de IED a los países en desarrollo de Asia aumentó a US\$91.000 millones en 1999, es decir un 1% con respecto a 1998.

No obstante, según dicho comunicado el aumento regional global oculta una considerable disparidad entre cada país. En China, que en los años noventa fue el principal país asiático en desarrollo receptor de IED, la afluencia de inversiones bajó casi el 8% (a un poco más de US\$40.000 millones) en 1999. En cambio, en Corea, uno de los cinco países más afectados por la crisis financiera, se disparó casi el 55% (US\$8.500 millones). Singapur, con un aumento del 20%, ocupó el segundo lugar, totalizando US\$8.700 millones. En los otros cuatro países afectados por la crisis, la afluencia de IED descendió en Filipinas, Indonesia y Tailandia y se mantuvo estable en Malasia. En el comunicado se anota que el descenso de la afluencia de IED a Tailandia —casi el 15%, hasta llegar a US\$5.800 millones— se debió en parte a que perdieron

## Flujos de IED a los países asiáticos en desarrollo



¹ Promedio anual.  
² Las cifras sobre la afluencia de inversiones en 1999 son estimaciones preliminares de la UNCTAD.  
Datos: UNCTAD.

impulso las grandes recapitalizaciones bancarias, que alcanzaron niveles sin precedentes en 1998. No obstante, la afluencia de IED a Tailandia sobrepasó los máximos históricos de 1997.

En el comunicado también se destacan las siguientes características de los flujos de IED a Asia en 1999:

- Las fusiones y adquisiciones transfronterizas siguieron impulsando los flujos de IED a los cinco países en crisis.
- Los países que recibieron IED principalmente de otros países de la región siguieron padeciendo los efectos desfavorables de la crisis, por ejemplo, Vietnam, los países asiáticos menos desarrollados y, en cierta medida, China.

Las perspectivas de la inversión en los países en desarrollo de Asia siguen siendo favorables, concluye el comunicado de prensa, dados los sólidos factores económicos subyacentes que dan origen a los flujos de IED, la recuperación de la economía regional, la continuación y generalización de los programas de liberalización y reestructuración, y el posible ingreso de China a la Organización Internacional del Comercio. ■

### Tasas del FMI

Semana del	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
24 de enero	3,92	3,92	4,46
31 de enero	4,03	4,03	4,58

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 (al 1 de mayo de 1999 la ponderación del dólar de EE.UU. era 41,3%; euro (Alemania), 19%; euro (Francia), 10,3%; yen japonés, 17% y libra esterlina, 12,4%). 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 (actualmente 113,7%), 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/external/np/tre/sdr/sdr.htm](http://www.imf.org/external/np/tre/sdr/sdr.htm)).

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

En el sitio de la UNCTAD en Internet ([www.unctad.org](http://www.unctad.org)) se publica el texto completo en inglés de este comunicado de prensa e información adicional.