

53	Foro Económico Mundial en Davos
53	Reunión de directores del FMI y embajadores ante las Naciones Unidas
55	Aumento de la cuota de China
56	Financiamiento para el desarrollo
57	El FMI publica el código de ética de sus funcionarios
58	Reestructuración de bonos soberanos
61	Reacción ante la desaceleración de la economía estadounidense
62	Revisión del programa de Turquía
64	Financiamiento de los mercados emergentes
66	Evaluación de la suficiencia de las reservas
Y...	
59	Publicaciones recientes
60	Uso del crédito del FMI
63	Acuerdos del FMI
65	Tasas del FMI
67	Publicado en Internet

Foro Económico Mundial en Davos

Inquietud por las perspectivas de la economía mundial

En la última semana de enero, jefes de Estado, presidentes de algunas de las empresas más grandes del mundo, académicos y altas autoridades de organismos internacionales se reunieron en Davos, pequeña localidad alpina de Suiza, para analizar la situación mundial. El encuentro tuvo lugar en ocasión de la reunión anual del Foro Económico Mundial, fundación con sede en Ginebra. El FMI estuvo representado por su Primer Subdirector Gerente, Stanley Fischer. También acudieron a Davos este año cientos de personas que protestaban contra la globalización, persuadidos de que los principales protagonistas de la comunidad internacional no favorecen los intereses de la humanidad.

El dispositivo de seguridad, dentro y fuera del Centro de Congresos, fue excepcionalmente estricto, lo que no pudo menos que aumentar la incertidumbre de los participantes. En tanto que la euforia fue la característica definitoria de las reuniones de Davos de 2000, que tuvieron lugar en el contexto de un alza sin precedente de las acciones de las empresas de tecnología, la reunión de este año se caracterizó por una atmósfera sombría. No fue difícil averiguar el porqué de esta actitud. Los cuatro principales temas de la reunión fueron la desaceleración de la economía estadounidense y las inciertas perspectivas de la economía mundial; las virtudes y defectos de la globalización (Continúa en la pág. 54)

Photo
not
available

Davos, Suiza, sede del Foro Económico Mundial.

Informe del Secretario General de las Naciones Unidas

El FMI y las Naciones Unidas sientan bases comunes para el financiamiento del desarrollo

En el marco de los preparativos de una reunión mundial de autoridades de política económica patrocinada por las Naciones Unidas, que tendrá lugar a principios de 2002, miembros del Directorio Ejecutivo del FMI se reunieron el 6 de febrero con integrantes del Comité Preparatorio de las Naciones Unidas para un intercambio de ideas informal y abierto sobre el programa de financiamiento para el desarrollo que llevará a cabo las Naciones Unidas (véase el recuadro, pág. 56). Sirvió de base a las deliberaciones —presididas por el Director Gerente del FMI, Horst Köhler— el informe dirigido al Comité Preparatorio por el Secretario General de las Naciones Unidas, Kofi Annan, que contiene recomendaciones sobre todos los puntos del temario del referido programa. En su texto definitivo, ese informe, publicado el 30 de enero, será el principal aporte para las deliberaciones que tendrán lugar en 2002.

Papel de las instituciones internacionales

Köhler inició las deliberaciones señalando que el FMI forma parte del “equipo de trabajo” comprometido a alcanzar el objetivo de las Naciones Unidas de reducir la pobreza en un 50% a más tardar en 2015. A su juicio, no se trata de establecer si corresponde que el FMI cumpla algún papel en ese programa, sino cuál es el procedimiento más adecuado para que lo haga. En su opinión, el “proceso general” debe basarse en dos pilares: la responsabilidad de cada país de lograr la estabilidad económica y política, y un apoyo internacional cada vez más eficiente para los países pobres, en cuyo contexto esos países deberán gozar de un acceso más expedito a los mercados de capital y de bienes, deberá agilizarse el suministro de asistencia oficial para el desarrollo y será preciso utilizar mejor la asistencia técnica.

El Copresidente de la Oficina del Comité Preparatorio, Jørgen Bøjer, Embajador (Continúa en la pág. 56)

(Continuación de la pág. 53) (en cuyo marco el Secretario General de las Naciones Unidas, Kofi Annan, así como Stanley Fischer, hicieron hincapié en los beneficios de la liberalización de los mercados y del comercio, en tanto que representantes de organizaciones no gubernamentales (ONG) sostuvieron que la globalización beneficia desproporcionadamente a los países ricos y a las personas ricas de los países pobres); la reducción de la pobreza y el alivio de la deuda, y la labor encaminada a poner en marcha una nueva ronda de negociaciones comerciales multilaterales.

Estado de la economía mundial

En una sesión dedicada al tema “Hacia una trayectoria sostenida de la economía mundial”, Fischer señaló que la economía mundial se está debilitando, y que los factores clave de esa situación son la menor expansión de la economía estadounidense y la tambaleante recuperación de Japón. En cambio, las perspectivas de crecimiento de la economía europea en 2001 son promisorias, lo que podría ayudar a impedir una desaceleración mundial de grandes proporciones.

No obstante, según Fischer las proyecciones de crecimiento económico mundial para 2001 se están revisando a la baja. En septiembre de 2000 el FMI preveía un crecimiento del 4,2% para 2001, pero es probable que las cifras revisadas se sitúen en un 3,5%. “Estamos muy lejos de una recesión mundial”, subrayó Fischer. A su juicio es probable que este año la economía estadounidense se recupere. La economía japonesa se deterioró pronunciadamente en el segundo y el tercer trimestre de 2000, pero quizá mejoró en forma leve en el último trimestre del año. Según Fischer, las economías de Asia oriental —especialmente las de los principales países exportadores de productos de electrónica— se verán perjudicadas por la desaceleración de la economía estadounidense, pero las economías de China e India serán más vigorosas. En América Latina, Brasil se recupera satisfactoriamente, en tanto que la economía argentina puede estar comenzando a dar el giro esperado desde hace largo tiempo.

Otros oradores, como el Ministro Federal de Hacienda de Alemania, Hans Eichel, el Ministro de Hacienda de Francia, Laurent Fabius, el Viceministro de Hacienda para Asuntos Internacionales de Japón, Haruhiko Kuroda, y el ex Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Lawrence Summers, se mostraron de acuerdo con la evaluación de la economía mundial expuesta por Fischer. Eichel considera alentadoras las perspectivas de Europa. Kuroda sostuvo que la tecnología digital es uno de los motores de la reestructuración de Japón. A su juicio, las compañías están sometidas

a presiones tendientes a una mayor competitividad, y la economía japonesa da muestras de recuperación en un contexto en que el sector de los hogares ha resultado ser el eslabón más débil.

Summers, que desde hace tiempo se muestra pesimista con respecto a los programas de recuperación económica del Gobierno japonés, considera “profundamente inquietante” que Japón no logre reestructurar su economía y apartarse de su trayectoria de crecimiento económico próximo a cero. “A menos que se modifiquen las condiciones monetarias y financieras para dar impulso al crecimiento del PNB nominal, no es probable que la generación de conmociones positivas de oferta a través de eficiencias microeconómicas influya sustancialmente en el aumento de la demanda”. Según Summers, analizar la recuperación japonesa sin tener en cuenta los aspectos macroeconómicos es como “analizar *Hamlet* sin el príncipe”.

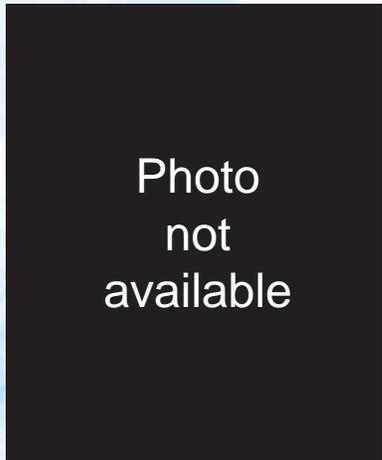
Virtudes y defectos de la globalización

Después de escuchar a muchas de las autoridades de política económica más influyentes del mundo, los participantes de la reunión de Davos se mostraron confiados en que no es inminente una recesión mundial, y no les parecieron convincentes los argumentos contrarios a la globalización planteados por las ONG.

El Secretario General de las Naciones Unidas, Kofi Annan, dio la tónica del debate de Davos instando a lograr una globalización que beneficie a todos. Annan subrayó que si no podemos lograrlo, en definitiva nadie se verá beneficiado. La desigual distribución de los beneficios y los desequilibrios en el proceso de adopción de decisiones mundiales, que caracterizan a la globalización en la actualidad, inevitablemente provocarán retrocesos y proteccionismo, lo que a su vez amenaza socavar y en definitiva dismantelar la economía mundial abierta, trabajosamente creada a lo largo del último medio siglo.

John J. Sweeney, Presidente de la Federación Americana del Trabajo y el Congreso de Organizaciones Industriales (AFL-CIO), dijo que el mundo no está experimentando un retroceso, sino la conmoción del alumbramiento. “Somos testigos” —expresó— “de un nuevo internacionalismo, que avanza de la base a la cima, instalado en la plaza pública, y no en los salones”. Hizo referencia a los movimientos estudiantiles que están teniendo lugar en todo el mundo contra la explotación de los trabajadores y a favor de la vigencia de los derechos laborales. “La reunión de Seattle será recordada porque en ella se llamó a cuentas a la OMC”. “Hemos logrado transformar los objetivos de ese y de otros organismos. Ahora ha llegado la hora de realizaciones tales como la condonación de la deuda, el aumento de la ayuda y un mayor apoyo del Banco Mundial y el FMI para la educación y la salud”.

Thabo Mbeki, Presidente de Sudáfrica, se manifestó de acuerdo con Sweeney, “El nuevo internacionalismo es en esencia el desafío de hacer frente a las presiones de la globalización”, manifestó. Mbeki se presentó como vocero de África, “continente pobre y marginado” que se debate bajo el peso de la deuda y solicita alivio de esa



Fischer: “Estamos muy lejos de una recesión mundial”.



Annan: “Si no podemos lograr una globalización que beneficie a todos, en definitiva nadie se verá beneficiado”.

carga. “Esos problemas no son exclusivos de los pobres; su solución también beneficiaría a los países ricos”. Si se condonara la deuda y los países industriales abrieran sus mercados a los productos del mundo en desarrollo, quizá los africanos pudieran hacer lo que desean en sus países, sin verse obligados a “cruzar fronteras en camiones herméticamente cerrados” en procura de una vida mejor como inmigrantes ilegales.

Alivio de la deuda

La cuestión del alivio de la deuda fue objeto de especial atención en Davos. Fischer, en una sesión sobre la Iniciativa para los países pobres muy endeudados (PPME), expresó que 22 países se han acogido a ese programa, lo que supera la meta establecida por las autoridades participantes en la Cumbre del Grupo de los Siete del año pasado (*Boletín del FMI*, 7 de agosto, pág. 241). Agregó que el FMI y el Banco Mundial han coordinado el otorgamiento de alivio de la deuda por unos \$20.000 millones —medido en valor neto actualizado de los pagos futuros condonados— por parte de prestamistas bilaterales y multilaterales. “Se trata de un logro considerable”, explicó Fischer, “pero, naturalmente, con ello no concluye el proceso”. Los fondos puestos a disposición en forma de alivio de la deuda deben utilizarse para alcanzar objetivos sociales prioritarios en materia de salud, educación y desarrollo económico. Subrayó que la Iniciativa reforzada para los PPME exige que los gobiernos de los países deudores colaboren con entidades locales e internacionales de ayuda y preparen documentos de estrategia de reducción de la pobreza. Sin embargo, no existen garantías de que esos programas sean siempre exitosos, sobre todo cuando es preciso superar arduos obstáculos. A su juicio deben establecerse objetivos realistas, para que el fracaso no sirva de excusa para rechazar enteramente la asistencia para el desarrollo.

Justin Forsyth, Director de Políticas de la organización no gubernamental Oxfam, mencionó a la Iniciativa reforzada para los PPME como prueba de que es posible lograr la mutua colaboración entre entidades como Jubileo 2000 y las instituciones financieras internacionales. Pero si bien un alivio de US\$20.000 millones no es insignificante, el programa de alivio de la deuda no tiene el alcance suficiente.

Liberalización del comercio

Según Fischer, la liberalización del comercio por parte de los países ricos será enormemente beneficiosa para los países pobres. La liberalización del comercio fue un tema delicado en Davos, ya que los representantes de los gobiernos, la OMC y las organizaciones no gubernamentales se enzarzaron en un intenso debate sobre la necesidad de poner en marcha una nueva ronda de negociaciones comerciales. Mike Moore, Director General de la OMC, instó al sector de las empresas a participar, y sostuvo que el sistema comercial multilateral beneficia a todos. “No puede tomarse a la ligera” —advirtió— “el peligro de que, a largo plazo, se formen bloques comerciales hostiles”. Peter Sutherland, primer Director General de la OMC, rechazó las críticas dirigidas a la

Organización por los manifestantes. “Se imputan a la OMC los problemas mismos del subdesarrollo y la explotación que la Organización trata de combatir. Es como acusar al médico de tratar de curar al enfermo”.

Pascal Lamy, miembro de la Comisión Europea, señaló que la OMC se ve confrontada con tres problemas clave: lograr que participen los países que aún están al margen del sistema multilateral; hacer frente a los problemas de la globalización, y ocuparse de las inquietudes planteadas por quienes protestan contra la OMC. A su juicio, en toda nueva ronda comercial los problemas del desarrollo deben ocupar una posición central, y es preciso enfrentar los problemas de la protección del medio ambiente, la salud, y otros de carácter social. Este último comentario suscitó un nuevo debate, relativo a la conveniencia de establecer un vínculo entre los problemas ambientales y sociales y el comercio. Todo ello indica que, si bien las deliberaciones referentes a esos temas de poderosa gravitación pueden haber concluido en Davos el 31 de enero, la globalización, la libertad de comercio y la reducción de la pobreza seguirán ocupando un lugar preponderante entre los temas de debate mundial en el presente año. ■

Vasuki Shastry
Departamento de Relaciones Externas, FMI

La Junta de Gobernadores del FMI aprueba el aumento de la cuota de China

En una nota informativa fechada el 8 de febrero, el FMI anunció que la Junta de Gobernadores aprobó la propuesta del Directorio de aumentar la cuota de China de DEG 4.700 millones (unos US\$6.100 millones) a DEG 6.400 millones (unos \$8.300 millones) (véase el comunicado de prensa No. 01/01 y el *Boletín del FMI*, 15 de enero, pág. 6). La decisión se adoptó en respuesta a la solicitud presentada por China de un aumento especial de su cuota que refleje la posición del país en la economía mundial tras asumir nuevamente la soberanía de la RAE de Hong Kong.

China tendrá 30 días para aceptar y pagar el aumento de su cuota. La decisión establece que se deberá pagar el 25% del aumento (DEG 420,5 millones o unos US\$545 millones) en DEG o monedas utilizables especificadas por el FMI, y el resto en la moneda nacional. Con este aumento, el total de las cuotas del FMI asciende a DEG 212.400 millones (unos US\$275.000 millones).

Diez países con las mayores cuotas en el FMI

País	Millones de DEG	Porcentaje del total
1. Estados Unidos	37.149,3	17,49
2. Japón	13.312,8	6,27
3. Alemania	13.008,2	6,12
4. Francia	10.738,5	5,06
4. Reino Unido	10.738,5	5,06
6. Italia	7.055,5	3,32
7. Arabia Saudita	6.985,5	3,29
8. Canadá	6.369,2	3,00
8. China	6.369,2	3,00
10. Rusia	5.945,4	2,80

(Continuación de la pág. 53) de Dinamarca ante las Naciones Unidas, enunció el principio rector del programa: establecer un enfoque unificado y de aplicación general para satisfacer las necesidades mundiales de financiamiento mediante la colaboración y coordinación entre las diversas instituciones internacionales.

Se trata de aprovechar el ámbito de experiencia técnica de cada entidad, respetando, al mismo tiempo, la misión propia de cada una de ellas.

El Director Ejecutivo del FMI A. Shakour Shaalan señaló que tan importante como llegar a un consenso sobre la labor que debe realizarse es acordar qué es lo que *no* se debe hacer. Por ejemplo, no se debe menoscabar la misión de las instituciones financieras internacionales existentes, y es preciso

evitar la proliferación de foros e instituciones, lo que sólo conduciría a una dispersión de esfuerzos.

El FMI es una institución indispensable para la ejecución del programa de financiamiento para el desarrollo, expresó Shamshad Ahman, Embajador de Pakistán ante las Naciones Unidas. A la vez, el Comité no tiene la intención de asumir cometidos propios de sus "accionistas internacionales": se trata de promover la creación de consenso para lograr que la globalización beneficie a todos los protagonistas: los países ricos y los países pobres. Ello exige una labor concertada encaminada a enfrentar los problemas de la carga insostenible de la deuda, una relación de intercambio no equitativa, el creciente proteccionismo, las restricciones de acceso a la tecnología y las repercusiones negativas del ajuste estructural.

Captación de inversiones privadas

La Directora Ejecutiva por Estados Unidos, Karin Lissakers, señaló que, al no existir discrepancias en



Embajadores ante la ONU y miembros del Directorio del FMI intercambian opiniones sobre el programa de financiamiento para el desarrollo.

La ONU dirige el programa de financiamiento para el desarrollo

En el marco del programa de financiamiento para el desarrollo y de los preparativos para una reunión de autoridades de política económica de todo el mundo programada para principios de 2002, las Naciones Unidas publicaron el 30 de enero una evaluación general de los mecanismos que permitirían satisfacer las necesidades mundiales de financiamiento para el desarrollo.

El referido programa es un apéndice de la Cumbre del Milenio de las Naciones Unidas (6 al 8 de septiembre de 2000), en que las máximas autoridades de los países del mundo adoptaron un conjunto de objetivos clave en materia de desarrollo, tales como crecimiento económico sostenible; integración de los países que van a la zaga en el proceso de globalización, y prosecución de la lucha contra la pobreza (véase el *Boletín del FMI* del 30 de octubre de 2000, página 351). La disponibilidad de financiamiento es un requisito esencial para hacer realidad ese ambicioso conjunto de objetivos, dijo el Secretario General de las Naciones Unidas, Kofi Annan.

En la Declaración del Milenio, dada a conocer una vez finalizada la Cumbre, se insta a los responsables de la política económica mundial a reunirse a principios de 2002 para llegar a un consenso sobre importantes temas nacionales, internacionales y sistémicos, de modo de disponer de adecuado financiamiento para el desarrollo mundial.

En el borrador del informe del Secretario General Annan, redactado en consulta con organismos de las Naciones Unidas y con el FMI, el Banco Mundial y la Organización Mundial del Comercio (OMC), se resumen las ideas imperantes sobre el conjunto de objetivos, aún en evolución. En dicho documento, que será considerado y debatido por el Comité Preparatorio de la reunión de 2002, se identifican seis temas: recursos financieros internos; flujos internacionales de capital privado; comercio internacional; cooperación financiera

internacional, asistencia oficial para el desarrollo y fuentes nuevas e innovadoras de movilización de recursos; alivio de la deuda, y cuestiones sistémicas, ámbito que abarca la reforma de la arquitectura financiera internacional, la gobernabilidad y el papel de las Naciones Unidas.

Las Naciones Unidas y el Comité Preparatorio están examinando específicamente las ideas, opiniones y perspectivas del FMI, el Banco Mundial y la OMC, instituciones que han tenido especial gravitación en el surgimiento del programa de financiamiento para el desarrollo. Para preparar su informe, el Secretario General recurrió a los servicios de varios grupos de trabajo interinstitucionales formados por representantes de esos organismos. La oficina del Comité Preparatorio, en que están representados 15 países (ambos órganos son copresididos por los Representantes Permanentes de Dinamarca y de Tailandia ante la ONU) ha mantenido una continua interrelación con el FMI, el Banco Mundial y la OMC, que junto con otras instituciones internacionales también han colaborado activamente con la labor de la Secretaría de Coordinación del Comité, con sede en el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas.

La reunión de los miembros de la oficina con los Directores Ejecutivos del FMI y del Banco Mundial ofreció la ocasión de analizar el informe del Secretario General y aportar nuevas ideas para la planificación de la reunión de 2002 (véase la página 53).

El Comité Preparatorio se reúne entre el 13 y el 23 de febrero, y según lo previsto, volverá a hacerlo a principios de mayo y en enero de 2002.

Puede obtenerse información sobre la reunión del programa de financiamiento para el desarrollo, incluido el texto del informe dirigido al Comité Preparatorio por el Secretario General Kofi Annan, en el sitio de las Naciones Unidas en Internet: www.un.org/esa/ffd/.

torno a los temas fundamentales, no le preocupan los problemas de superposición de competencias en la esfera internacional. A su juicio, el FMI ha comprendido que no es posible hacer frente a los problemas económicos si se dejan de lado los problemas políticos y sociales (así como las Naciones Unidas no pueden omitir la consideración de los problemas económicos). En su opinión, el objetivo más importante del programa de financiamiento para el desarrollo es lograr que hasta los países más marginados cuenten con los medios necesarios para participar en la economía globalizada. Un camino certero para que un país pueda lograr credibilidad es desarrollar la suficiente capacidad para observar los códigos y normas internacionalmente acordados. Por ese motivo, Lissakers discrepa con la recomendación contenida en el borrador del informe, según el cual el FMI y otros organismos deben evitar aplicar un enfoque uniforme al determinar y evaluar las normas. Un atributo esencial de toda norma es que sea la expresión de un principio que todos puedan compartir. El Vicepresidente de la reunión, Hazem Fahmy (Primer Secretario de la misión de Egipto ante las Naciones Unidas), se mostró de acuerdo con esa opinión y señaló que es esencial establecer condiciones igualitarias para el desarrollo y el acceso a los mercados internacionales. También comparte esa opinión Bernd Esdar, Director Ejecutivo del FMI por Alemania, quien expresó que si bien la aceptación de las normas requiere cierto tiempo, admitir excepciones dificultaría el logro del objetivo de establecer la igualdad de condiciones.

Aunque reconoció la importancia de los esfuerzos que haga cada país, Julian Hunte (Embajador de Santa Lucía ante las Naciones Unidas) señaló que, en la misma medida, los organismos internacionales deben lograr que el programa de desarrollo sea de alcance general, coherente e integrado. Subrayó asimismo la importancia de la iniciativa privada y de la actividad del sector privado: la participación del FMI es decisiva, sobre todo en el caso de los países pequeños.

Coincidiendo con Hunte, Bernd Esdar señaló que si bien es importante regular los mercados para evitar distorsiones y desequilibrios, la iniciativa privada puede representar un enorme aporte a los programas nacionales de captación de inversiones. Por ese motivo, establecer un entorno abierto reviste suma importancia, tanto para los países en desarrollo como para los industriales.

Papel de los países industriales

Según Wei Benhua, Director Ejecutivo del FMI por China, los países industriales tienen que cumplir un papel sumamente importante en el programa de financiamiento para el desarrollo. Dada su gravitación en la economía mundial, estos países tienen la obligación de aplicar políticas macroeconómicas tendientes a mantener el crecimiento económico, que promuevan un entorno económico internacional estable. Además, tienen la obligación de abrir sus mercados a

los países en desarrollo para que éstos puedan aplicar sus propios programas de crecimiento económico y desarrollo. Por último, es preciso detener el proceso de disminución de la asistencia oficial para el desarrollo. Según Wei, pocos países han cumplido sus compromisos en esa esfera.

Conclusión

Resumiendo las deliberaciones, Horst Köhler expresó que a su juicio es evidente que se ha avanzado hacia un consenso. En su opinión no es posible separar las consecuencias sociales de la reforma estructural de la reforma misma, y la adopción de un enfoque concertado en materia de financiamiento para el desarrollo, así como la continua colaboración entre las Naciones Unidas y el FMI y otras instituciones internacionales, son el reconocimiento implícito de la necesidad de que las distintas políticas sean coherentes. El FMI —concluyó Köhler— tiene la intención de seguir participando activamente en esa labor basada en la mutua colaboración. ■



Köhler, Director Gerente del FMI (izquierda), y el Embajador Bøjer, Copresidente del Comité Preparatorio.

El FMI publica información sobre ética del personal, declaración de datos financieros y solución de controversias

En una nota informativa fechada el 15 de febrero, el FMI dio a conocer la creación de una sección en su página web pública (www.imf.org/hrd/index.htm) referente a normas éticas para el personal, declaración de datos financieros y solución de controversias.

La sección, establecida en virtud de la constante determinación del FMI de dar mayor transparencia a sus operaciones, contiene vínculos electrónicos con los códigos de ética y las normas sobre declaración de datos financieros que deben observar los funcionarios y directores ejecutivos del FMI.

Además de los códigos y cánones de ética del FMI, se publican ahora en la referida página web sentencias, órdenes y otras informaciones vinculadas con las actividades de solución de controversias que cumple el Tribunal Administrativo de la institución.

El Tribunal Administrativo, creado el 13 de enero de 1994, es un órgano judicial de solución de controversias laborales entre los funcionarios del FMI y la institución.

El texto de la nota informativa No. 01/20 ha sido publicado también en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org).

El Directorio del FMI analiza un estudio sobre la reestructuración de los bonos soberanos

El 5 de febrero el FMI publicó en Internet (www.imf.org) el informe titulado *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises—Restructuring International Sovereign Bonds*, preparado conjuntamente por el Departamento de Elaboración y Examen de Políticas (PDR) y el Departamento Jurídico del FMI, y destinado originalmente al Directorio Ejecutivo del FMI. Se incluyó también un resumen de los debates del Directorio sobre este tema. El Boletín del FMI solicitó a Matthew Fisher, Jefe de la División de Cuestiones Relativas a la Cuenta de Capital de PDR, y a Sean Hagan, Consejero Jurídico Adjunto del Departamento Jurídico, que formularan comentarios sobre los antecedentes y las conclusiones del informe.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué llevó al FMI a considerar la reestructuración de los bonos soberanos?

FISHER: Tras la crisis mexicana de 1994–95 se comenzó a estudiar a escala internacional la manera de controlar futuras crisis. En un informe del Grupo de los Diez se sostiene, entre otras cosas, que en ciertas circunstancias es necesario reestructurar los bonos soberanos. Ese fue el verdadero punto de partida.

A esa altura, naturalmente, la labor aún era teórica. El punto de inflexión se produjo, a mi juicio, en 1999. A finales de 1998 el Club de París decidió que Pakistán debía tratar de obtener un tratamiento equivalente para sus bonos internacionales en la reestructuración de la deuda. Esto suscitó enorme oposición en el sector privado, que sostuvo que era imposible acceder a lo solicitado, o que ello representaría la ruina para el mercado de bonos, y que la reestructuración afectaría enormemente el flujo de capital hacia los mercados emergentes y no se justificaba provocar un efecto sistémico tan negativo para obtener una suma relativamente exigua.

Sin embargo, Pakistán llevó a cabo la reestructuración sin que se produjera ningún efecto sistémico importante. De hecho, al final de 1999 los mismos que se quejaban de lo ocurrido formulaban ofertas para la adjudicación de contratos de reestructuración de bonos de Ucrania. El sector privado pasó de sostener que la reestructuración era imposible a buscar la manera de realizarla.

Una vez aceptada la idea de que la reestructuración era inevitable, el debate se centró en cómo se realizaría. Evidentemente, el sector privado quería limitar las reestructuraciones a circunstancias extremas, pero además le interesaba conocer el proceso. Diversas entidades privadas sugirieron principios rectores, basados en la experiencia acumulada en relación con reestructuraciones de instrumentos no soberanos y, en cierta medida, en la experiencia que el sector privado había logrado en los años ochenta en sus transacciones con los bancos comerciales. Sin embargo, las dos situaciones no son muy semejantes, y algunas diferencias son importantes.

Por ejemplo, la reestructuración de la deuda no soberana se concierta en el marco del régimen de quiebras que no resulta aplicable a los bonos internacionales soberanos.

BOLETÍN DEL FMI: ¿A qué se debe que el Departamento Jurídico del FMI participe en el análisis de las reestructuraciones?

HAGAN: Hemos llegado a la conclusión de que al pasar del ámbito económico al financiero los problemas jurídicos adquieren capital importancia, porque son las condiciones de los instrumentos financieros las que determinan los incentivos para los agentes del mercado.

Cuando empezamos a considerar los problemas que plantea la reestructuración prestamos mucha atención a la conveniencia de enmendar el Convenio Constitutivo del FMI para que éste pudiera disponer la suspensión de las acciones judiciales en el contexto de un incumplimiento soberano. Últimamente, en cambio, se ha centrado más la atención en las condiciones de los instrumentos que se reestructuran y en su efecto en la reacción de los acreedores frente a una propuesta de reestructuración.

Un tema crucial es si las condiciones específicas del instrumento facilitan o desalientan los litigios en caso de incumplimiento. Además, se plantean varias cuestiones interesantes en lo que respecta al marco adecuado para las negociaciones cuando se trata de deudas soberanas.

BOLETÍN DEL FMI: En el informe se examina la experiencia de tres países. ¿A qué conclusiones esperaban llegar?

FISHER: Las experiencias de Pakistán, Ucrania y Ecuador presentan algunas similitudes: en todos esos casos fue posible llegar a una reestructuración con un nivel muy alto de participación, en condiciones que ayudaron a que el país se acercara a la viabilidad a mediano plazo. No obstante, había también enormes diferencias de detalle, por ejemplo en cuanto a las características de los instrumentos, las técnicas y la mecánica de la reestructuración y en cuanto al proceso seguido para pasar del reconocimiento de la necesidad de la reestructuración a la efectiva realización de esta última.

Nos pareció importante analizar en un principio la experiencia acumulada. Uno de los problemas decisivos es establecer si es importante la forma en que se lleva a cabo la reestructuración. ¿Es suficiente para llegar a una conclusión satisfactoria en lo que respecta a las tasas de participación y al perfil de pagos de los nuevos instrumentos? ¿Habría algún factor del proceso utilizado para reestructurar los bonos —en cuanto a la percepción de la equidad del tratamiento



Matthew Fisher



Sean Hagan

dispensado a los acreedores— que con el tiempo podría tener consecuencias graves para otros países que procuren obtener acceso al capital privado? Ignoramos la respuesta. Como la experiencia es tan escasa, era inevitable que nuestro análisis fuera especulativo, pero dada la importancia de la cuestión, tuvimos que tratar de ocuparnos del tema del mejor modo posible y analizar el asunto en el Directorio de nuestra institución.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Podría resumir las conclusiones del estudio?

FISHER: Lamentablemente, el estado actual del conocimiento del tema no nos permite llegar a conclusiones sobre el tema clave, es decir, el impacto sistémico en los mercados. No obstante, en el estudio se trata de examinar objetivamente los temas más importantes. Se analizan tres casos muy diferentes. El de Pakistán es inusual, porque los instrumentos de deuda no se negociaban en los mercados de Nueva York y Londres. Las autoridades y sus asesores mantuvieron un diálogo con estos inversionistas, pero no poseemos mucha información sobre los resultados de ese proceso, porque

no se trata de los inversionistas con los que tradicionalmente estamos vinculados.

En el caso de Ucrania las autoridades mantuvieron un diálogo muy estrecho con los inversionistas. Lo hicieron en privado, a través de un proceso que parece haber sido muy eficaz. Quienes exteriorizaron alguna preocupación por el proceso no habían efectuado inversiones y, por lo tanto, no eran parte interesada. Los tenedores de bonos, en cambio, se mostraron satisfechos con el proceso.

En cuanto al proceso de Ecuador, puede hablarse de una preocupación generalizada de parte de los inversionistas. Se tenía la sensación de que, en general, las autoridades trataban de mantener a los inversionistas en la penumbra, y luego les ofrecían un acuerdo que sólo podían aceptar o rechazar. Esto generó una ola de críticas.

Conforme al enfoque general que había adoptado el FMI con respecto a la importancia de que los deudores mantuvieran un diálogo constructivo con sus acreedores, hemos llegado a la firme conclusión de que es mejor un diálogo prolongado que un diálogo insuficiente, y que a mediano plazo los esfuerzos por

Publicaciones recientes

Occasional Papers (Serie de estudios; US\$20)

204: *Monetary Union in West Africa (ECOWAS)*, Paul Masson y Catherine Pattillo

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

- 00/198: *A Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds*, Eduardo R. Borensztein y R. O. Gaston Gelos
- 00/199: *Dual Currency Boards—A Proposal for Currency Stability*, S. Erik Oppers
- 00/200: *What Happened to Asian Exports During the Crisis?* Rupa Duttagupta y Antonio Spilimbergo
- 00/201: *Cooptation and Repression in the Soviet Union*, Dmitry Gershenson y Herschel Grossman
- 00/202: *Measuring Off-Balance-Sheet Leverage*, Peter Breuer
- 00/203: *El Niño and World Primary Commodity Prices—Warm Water or Hot Air?* Allan Brunner
- 00/204: *Comprehensive Measures of GDP and the Unrecorded Economy*, Adriaan M. Bloem y Manik Shrestha
- 00/205: *Government Spending, Rights, and Civil Liberties*, Luiz de Mello y Randa Sab
- 00/206: *Day-to-Day Monetary Policy and the Volatility of the Federal Funds Interest Rate*, Leonardo Bartolini, Giuseppe Bertola y Alessandro Prati
- 00/207: *Inflation in Albania*, Philipp Rother
- 00/208: *Will the Emergence of the Euro Affect World Commodity Prices?* John Cuddington y Hong Liang
- 00/209: *Financial Development and Economic Growth—An Overview*, Mohsin S. Khan y Abdelhak S. Senhadji

- 00/210: *The U.K. Business Cycle, Monetary Policy, and EMU Entry*, Zenon G. Kontolemis y Hossein Samiei
- 00/211: *An Incentive Approach to Identifying Financial System Vulnerabilities*, R. Barry Johnston y Jingqing Chai
- 00/212: *Measuring Integrated Market and Credit Risks in Bank Portfolios—An Application to a Set of Hypothetical Banks Operating in South Africa*, Theodore Barnhill, Panagiotis Papapanagiotou y Liliana Schumacher
- 00/213: *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision*, Richard K. Abrams y Michael Taylor
- 00/214: *Depositor Behavior and Market Discipline in Colombia*, Adolfo Barajas y Roberto Steiner
- 00/215: *The Role of Subordinated Debt in Market Discipline—The Case of Emerging Markets*, Cem Karacadag y Animesh Shrivastava
- 00/216: *The New Economy and Global Stock Returns*, Robin Brooks y Luis Catão

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

- 01/27: Burkina Faso: Second Review Under the Poverty Reduction and Growth Facility
- 01/28: Ukraine: Statistical Appendix
- 01/29: Albania: First Review Under the Third Annual Arrangement Under the Poverty Reduction and Growth Facility and Request for Waiver of Performance Criteria
- 01/33: Norway: 2000 Article IV Consultation
- 01/34: Norway: Selected Issues
- 01/35: Cambodia: Second Review Under the Poverty Reduction and Growth Facility

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 se publica información en inglés sobre el FMI. En 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*.

lograr un acuerdo más adecuado manteniendo a los interesados en la penumbra —aunque den lugar a mejores condiciones inmediatas— probablemente no ayuden a los países a recuperar el acceso a los mercados de capital, y en cambio susciten temor por los efectos de contagio.

HAGAN: Desde el punto de vista jurídico, las conclusiones son también muy preliminares, pero tratamos de extraer algunas enseñanzas de la experiencia. Por ejemplo, tratamos de establecer hasta qué punto son útiles las cláusulas de acción colectiva, que han sido objeto de amplios debates en el Directorio y cuentan con el respaldo de la comunidad oficial. El tema es un poco más complicado de lo que creíamos.

Aunque a juicio de los técnicos del FMI las cláusulas de acción colectiva fueron útiles, su utilización se vio desvirtuada por la forma innovadora en que se usaron los “consentimientos de salida” en el caso de Ecuador. En algunos bonos se admite la reestructuración por decisión mayoritaria de los acreedores; en otros se requiere unanimidad. Los que requieren la unanimidad —como los bonos Brady de Ecuador— tienen una cláusula que permite modificar por mayoría las condiciones que no se refieren a la reestructuración. En la práctica se utilizó esa cláusula para modificar el instrumento con los mismos efectos que si se crearan incentivos para la reestructuración. Este mecanismo fue muy útil, pero no puede afirmarse que la comunidad de los acreedores lo haya recibido con agrado. Además será interesante saber qué efecto tendrá en las futuras emisiones de bonos el uso en Ecuador de este mecanismo.

Otra experiencia interesante fue el importante litigio que se planteó recientemente en Perú, iniciado por un acreedor que no había participado en la reestructuración de los bonos Brady en 1996 y que exigió el pago total de la deuda original aplicando una estrategia de litigio agresiva, según una táctica que algunos consideran de alta presión.

Este acreedor detectó las cuentas en que Perú estaba a punto de efectuar pagos de reembolso de la deuda correspondientes a bonos Brady y logró obtener

órdenes judiciales, en tribunales de Estados Unidos y Europa, que impidieron en la práctica la realización de esos pagos. El soberano se vio ante la opción de pagar la totalidad de lo adeudado o quedar en la imposibilidad de efectuar el pago de los bonos Brady, lo cual habría tenido consecuencias desastrosas. Esta estrategia obligó a Perú a pagar el total. ¿Qué enseñanzas nos ofrece este caso para el futuro? La cuestión nos deja un tanto inquietos, pero hasta la fecha se trata de un caso aislado. Las tres reestructuraciones recientes no han dado lugar a litigios.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Considera que la experiencia de las reestructuraciones realizadas por países pequeños es aplicable a países más grandes?

FISHER: Muchos de los temas son idénticos en lo referente a la estructura de los instrumentos, la mecánica de los canjes y el proceso que hay que seguir para llegar a un acuerdo. Muchas enseñanzas son aplicables a los países grandes. Naturalmente, lo que preocupa en estos casos es el efecto sistémico. Una característica extraordinaria de las deudas de los mercados emergentes es que alrededor del 60% del Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan —que es el patrón utilizado para medir este tipo de deuda— corresponde a sólo tres prestatarios: Argentina, Brasil y México. No se trata de un mercado adecuadamente diversificado. Además cabe preguntarse qué sucedería si un prestatario grande tuviera necesidad de reestructurar sus bonos. No obstante, la comunidad oficial ha resuelto no rescatar a países que no tengan buenas perspectivas de recuperar el acceso a los mercados de capital. La concentración del mercado de bonos es un hecho notorio para los agentes del mercado. El sector privado, por haber elaborado esos índices, puede evaluar con total exactitud el riesgo de que un prestatario de alta ponderación se vea en problemas.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué cuestiones podrían plantearse en el futuro?

FISHER: En cierto sentido, este estudio representa el extremo final de un proceso. La idea de procurar la participación del sector privado tiene fundamentalmente una finalidad preventiva: lograr que los países sean menos vulnerables. El paso siguiente es tratar de mejorar el funcionamiento de los mercados, para evitar que se acumulen factores de vulnerabilidad y para mejorar el entorno en que el sector privado adopta sus decisiones.

Se plantea, además, la cuestión de cómo controlar mejor las crisis. Esperamos que en la mayoría de ellas pueda prescindirse de una reestructuración. Si, a jui-

Uso del crédito del FMI

(Millones de DEG)

	Enero 2001	Enero 2000
Cuenta de Recursos Generales	2.246,48	1,42
Acuerdos de derecho de giro	2.246,48	1,42
SCR	1.481,97	0,00
SAF	0,00	0,00
SFC	0,00	0,00
SCLP	42,86	20,71
Total	2.289,34	22,13

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

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

Fotos: Alessandro Della Valle de AFP, págs. 53–54; Leslie Kossoff de AFP, pág. 54; Denio Zara, Padraic Hughes y Pedro Márquez del FMI, págs. 56–58 y 61–62, y Pornchai Kittiwongsakul de AFP, pág. 66–67.

cio del FMI, los países tienen buenas perspectivas de recuperar pronto el acceso a los mercados de capital, cabría esperar que no fuera necesario aplicar medidas concertadas. Así estamos procediendo en los casos de Turquía y Argentina, en que el FMI se está basando en su función catalizadora para lograr una razonable seguridad de que el sector privado seguirá participando. La reestructuración ha sido concebida como un mecanismo que sólo ha de usarse en casos excepcionales.

Con respecto a nuestra próxima labor, estamos tratando de mejorar las bases analíticas para evaluar en qué circunstancias los países que están superando crisis tienen perspectivas razonables de recuperar el

acceso a los mercados de capital. Hemos establecido un marco bastante claro para la participación del sector privado en la resolución de crisis financieras, marco que fue respaldado por el Comité Monetario y Financiero Internacional, en la reunión de Praga de septiembre de 2000. No obstante, ese marco deja abierta la cuestión de cómo formular los juicios que emanen de esos análisis. La cuestión no es sencilla, y no creo que jamás lleguemos a disponer de un procedimiento muy exacto para formular esas predicciones. Ello depende de muchos factores que no conocemos y que son incognoscibles. Estamos, sí, en condiciones de elaborar mejores procedimientos de análisis que ayuden a orientar las decisiones. ■

Instituto de Estrategia Económica

Políticas monetarias y fiscales adecuadas ante la desaceleración en Estados Unidos

En medio de crecientes preocupaciones sobre la solidez de la economía estadounidense, en cuyo contexto se habla inclusive de una recesión, el Instituto de Estrategia Económica convocó a un panel de expertos del sector privado, que se reunieron en la ciudad de Washington el 30 de enero para analizar las perspectivas económicas y debatir la orientación que debe imprimirse a la política monetaria y fiscal. Hubo consenso sobre las razones que explican el menor crecimiento económico de Estados Unidos, pero se plantearon opiniones muy diversas sobre la potencial gravedad y duración de la fase descendente del ciclo. Además, aunque los panelistas estuvieron de acuerdo, en general, en que una reducción de impuestos, aunada a una política monetaria aún más flexible, podría dar mayor impulso a la economía, se suscitó un intenso debate con respecto a la magnitud de la rebaja de impuestos, el momento de llevarla a cabo y sus consecuencias.

¿Aterrizaje suave?

William Dudley, Director Gerente y Economista Jefe en Estados Unidos de Goldman Sachs, sostuvo que si bien ha aumentado el peligro de una recesión, sería posible evitar ese fenómeno, aunque por escaso margen, aplicando una política monetaria mucho más expansiva. Varios factores explican, a su juicio, la desaceleración de la actividad económica estadounidense. El gasto de consumo, que se había incrementado rápidamente en los últimos años, ha experimentado una considerable reducción. El gasto de inversión también se ha desacelerado en forma pronunciada, lo que obedece al aumento del costo del capital y a la restricción del crédito.

Dudley prevé que a corto plazo la Reserva Federal de Estados Unidos seguirá estimulando la demanda mediante una política monetaria más expansiva. A su juicio, para mediados de 2001 la Reserva Federal habrá reducido a alrededor de un 4½% la tasa de interés de los fondos federales, para impedir que la

economía se deslice a una recesión. La reducción de impuestos podría brindar cierto estímulo a la economía, pero según Dudley no se puede prever un acuerdo rápido sobre la composición y escala de las medidas tributarias. El proceso legislativo podría retrasar la aplicación de esos recortes hasta los últimos meses de 2001, en el mejor de los casos, y para ese entonces la rebaja de impuestos podría no influir mucho en el crecimiento económico del año.

Articulación de las políticas

Robert Litan, Director de Estudios Económicos de Brookings Institution, previó también un aterrizaje suave de la economía estadounidense, pero subrayó las dificultades que supone establecer un rumbo acertado para la política monetaria y fiscal en las condiciones económicas actuales. Con respecto al proyecto de reducción de impuestos, opinó que el Gobierno de Bush tiene dos alternativas: esperar, quizá hasta fines de 2001, que el Congreso estadounidense apruebe totalmente el proyecto, o aceptar, como solución de compromiso, una reducción de menor escala, que podría aprobarse mucho antes y representaría un estímulo más oportuno para la economía.

El peligro de esperar hasta que se apruebe una reducción de impuestos en gran escala consiste, según Litan, en que como resultado de las negociaciones legislativas se comprometa un aumento del gasto paralelamente a la reducción de los impuestos. Por otra parte, se desaprovecharía el estímulo a corto plazo. Además, es probable que la reducción impositiva en gran escala y el posible incremento del gasto se produjeran al final del año, precisamente cuando se prevé que el crecimiento económico comience a recuperarse, debido al efecto acumulativo de las medidas, recientes y esperadas, de expansión monetaria. Si ello ocurriera, la Reserva Federal podría encontrarse en la embarazosa situación de tener que aplicar una



William Dudley



Robert Litan



Lawrence Kudlow

política monetaria más restrictiva para contrarrestar el efecto de una política de expansión fiscal.

Según Litan, lo más acertado sería que el Gobierno de Bush aplicara un plan impositivo transaccional —de menor escala que el original y con reducción de las tasas impositivas en una etapa más temprana— a fin de imprimir a la economía el impulso que necesita a corto plazo.

¿Terminó ya la desaceleración?

En una posición más optimista, Lawrence Kudlow, Economista Jefe en Estados Unidos de ING Barings, sostuvo que, si bien la actividad económica estadounidense se ha desacelerado mucho, ello no debe considerarse el augurio de una recesión prolongada y profunda. En el período transcurrido desde la segunda guerra mundial Estados Unidos experimentó graves recesiones cuando fue necesario aplicar una política monetaria restrictiva para reducir una alta inflación, lo que dio lugar a una considerable reducción del producto. En las actuales circunstancias la inflación en general está contenida, pese a los altos precios de la energía. En consecuencia, la Reserva Federal dispone de margen considerable para aplicar una política monetaria más expansiva.

Según Kudlow, varios factores —como el aumento de los precios de las acciones y la disminución de la rentabilidad de los bonos chatarra— llevan a pensar que la desaceleración puede haber concluido. En su opinión, la economía ya ha comenzado a reaccionar frente a la aplicación de una política monetaria más expansiva a principios de enero. Además, la inversión en nueva tecnología ha mejorado la gestión de las



Allen Sinai

existencias, lo que previsiblemente ayudará a las empresas a resolver rápidamente el problema de la acumulación de las mismas. Kudlow prevé que la economía estadounidense recuperará un ritmo de crecimiento vigoroso en el segundo semestre de 2001.

En cuanto a la política fiscal, Kudlow sostuvo que el superávit presupuestario ha sido un lastre para la economía. Cree que reducir los impuestos es un mecanismo más eficaz que aumentar el gasto público para eliminar el superávit del presupuesto federal. Sostuvo también que la reducción de los impuestos sería más eficaz que la política monetaria para estimular rápidamente a la economía.

¿Desaceleración prolongada?

La opinión más pesimista fue la de Allen Sinai, Presidente y Economista Jefe de Asuntos Mundiales de Primark Decision Economics. A su juicio, la fase descendente del ciclo económico está francamente avanzada. Los estudios sobre el ciclo económico prueban que la desaceleración del gasto en bienes de consumo duraderos y del gasto de capital de las empresas —y en especial del gasto en tecnología de la información— es un factor que debilita aún más a la economía.

Es probable, afirmó Sinai, que otros factores que aún no se han manifestado exacerben la desaceleración de la actividad económica, entre ellos, la corrección del fenómeno de acumulación de existencias; los efectos secundarios de la disminución de las ganancias de las empresas en la contratación y el despido de personal y en el gasto; el impacto en el gasto de consumo del

Crédito del FMI por US\$1.400 millones para el programa económico de Turquía

El 5 de febrero el FMI anunció en la nota informativa No. 01/13 (publicada en inglés en www.imf.org) la aprobación por el Directorio de la quinta revisión del programa económico de Turquía.

El FMI respalda el programa económico mediante un acuerdo de derecho de giro trienal; la decisión del Directorio permitirá a Turquía girar inmediatamente hasta DEG 1.100 millones (unos US\$1.400 millones).

El acuerdo de derecho de giro fue aprobado en diciembre de 1999 por DEG 2.900 millones (unos US\$3.800 millones) (véase el comunicado de prensa 99/66). El 22 de diciembre de 2000, el Directorio decidió proporcionar mayores recursos en el marco del servicio de complementación de reservas por DEG 5.800 millones (unos US\$7.600 millones) para aliviar las dificultades de balanza de pagos (véase el comunicado de prensa 00/80).

Hasta la fecha, Turquía ha girado DEG 2.840 millones (unos US\$3.700 millones) del total de DEG 8.700 millones (unos US\$11.400 millones) correspondientes al acuerdo de derecho de giro.

Refiriéndose a la decisión del Directorio, el Director Gerente del FMI, Horst Köhler, dijo que la forma en que se han aplicado las políticas desde la última reunión del Directorio es muy alentadora. Específicamente, el banco central ha aplicado de forma estricta el marco de política monetaria des-

crita en la carta de intención de diciembre de 2000, y en enero se adoptaron importantes medidas estructurales.

En cuanto a la política monetaria, el Banco Central de Turquía ha logrado absorber la mayor parte del excedente de crédito interno creado durante la crisis, lo cual ha ayudado a restablecer la confianza de los mercados, como lo demuestran la reducción de las tasas de interés y el aumento de las reservas externas.

La decisión reciente de adoptar un plan sujeto a plazos estrictos para sanear los bancos que están bajo el control del Fondo de Garantía de los Depósitos de Ahorro y que no despertaron interés en el mercado ayudará a restablecer la confianza en el sistema bancario. También son positivas las normas orientadas a atacar las causas del riesgo de mercado.

Asimismo, se ha avanzado en otros ámbitos estructurales, por ejemplo en la aplicación de las medidas clave para facilitar la privatización en los sectores de telecomunicaciones, transporte y energía. En vista del avance logrado y de las seguridades dadas por las autoridades de que la ley de mercados de electricidad se sancionaría hacia mediados de febrero, el Directorio aprobó la dispensa del cumplimiento referido a la sanción de dicha ley.

Es preciso ceñirse estrictamente al programa de reformas monetarias, fiscales y estructurales. La determinación demostrada hasta ahora es un buen augurio de que se recuperará totalmente la confianza de los mercados y que el plan de desinflación tendrá éxito, dijo Köhler. ■

menor ritmo de creación de empleo; los efectos del deterioro de la actitud de los consumidores, y los efectos negativos de la desaceleración de la actividad económica mundial en la exportación de bienes y servicios estadounidenses. Según Sinai, la Reserva Federal no había previsto la magnitud del debilitamiento de la economía, y ahora procura recuperar el terreno perdido aplicando una política monetaria más expansiva. Como no es posible afirmar que la política monetaria

pueda, por sí sola, estimular la economía, en las actuales circunstancias también sería conveniente reducir los impuestos. Pero ni siquiera la posibilidad de imprimir una tónica más expansiva a la política monetaria y fiscal lleva a Sinai a ser optimista con respecto a las perspectivas de que la economía estadounidense recupere totalmente su nivel anterior. ■

Paula De Masi
Departamento del Hemisferio Occidental, FMI

Acuerdos de derecho de giro, SAF y SCLP al 31 de enero de 2001

País miembro	Fecha del acuerdo	Fecha de vencimiento	Monto aprobado	Saldo no utilizado
(Millones de DEG)				
Acuerdos de derecho de giro				
Argentina ¹	10 marzo 2000	9 marzo 2003	10.585,50	6.751,19
Bosnia y Herzegovina	29 mayo 1998	29 mayo 2001	94,42	13,99
Brasil ¹	2 diciembre 1998	1 diciembre 2001	10.419,84	2.550,69
Ecuador	19 abril 2000	18 abril 2001	226,73	113,38
Estonia	1 marzo 2000	31 agosto 2001	29,34	29,34
Gabón	23 octubre 2000	22 abril 2002	92,58	79,36
Letonia	10 diciembre 1999	9 abril 2001	33,00	33,00
Lituania	8 marzo 2000	7 junio 2001	61,80	61,80
Nigeria	4 agosto 2000	3 agosto 2001	788,94	788,94
Pakistán	29 noviembre 2000	30 septiembre 2001	465,00	315,00
Panamá	30 junio 2000	29 marzo 2002	64,00	64,00
Papua Nueva Guinea	29 marzo 2000	28 mayo 2001	85,54	56,66
Rumania	5 agosto 1999	28 febrero 2001	400,00	260,25
Turquía ¹	22 diciembre 1999	21 diciembre 2002	8.676,00	5.832,20
Uruguay	31 mayo 2000	31 marzo 2002	150,00	150,00
Total			32.172,69	17.099,80
Acuerdos en el marco del SAF				
Bulgaria	25 septiembre 1998	24 septiembre 2001	627,62	104,62
Colombia	20 diciembre 1999	19 diciembre 2002	1.957,00	1.957,00
Indonesia	4 febrero 2000	31 diciembre 2002	3.638,00	2.786,85
Jordania	15 abril 1999	14 abril 2002	127,88	91,34
Kazajistán	13 diciembre 1999	12 diciembre 2002	329,10	329,10
Macedonia, ex Rep. Yug. de	29 noviembre 2000	28 noviembre 2003	24,12	22,97
Perú	24 junio 1999	31 mayo 2002	383,00	383,00
Ucrania	4 septiembre 1998	15 agosto 2002	1.919,95	1.017,73
Yemen	29 octubre 1997	1 marzo 2001	105,90	65,90
Total			9.112,57	6.758,51
Acuerdos en el marco del SCLP				
Albania	13 mayo 1998	31 julio 2001	45,04	9,41
Benin	17 julio 2000	16 julio 2003	27,00	16,16
Bolivia	18 septiembre 1998	17 septiembre 2001	100,96	56,10
Burkina Faso	10 septiembre 1999	9 septiembre 2002	39,12	22,35
Cambodia	22 octubre 1999	21 octubre 2002	58,50	33,43
Camerún	21 diciembre 2000	20 diciembre 2003	111,42	95,50
Côte d'Ivoire	17 marzo 1998	16 marzo 2001	285,84	161,98
Chad	7 enero 2000	7 enero 2003	36,40	26,00
Djibouti	18 octubre 1999	17 octubre 2002	19,08	13,63
Gambia	29 junio 1998	28 junio 2001	20,61	6,87
Georgia	12 enero 2001	11 enero 2004	108,00	99,00
Ghana	3 mayo 1999	2 mayo 2002	191,90	120,85
Guinea-Bissau	15 diciembre 2000	14 diciembre 2003	14,20	9,12
Guyana	15 julio 1998	14 julio 2001	53,76	28,88
Honduras	26 marzo 1999	25 marzo 2002	156,75	64,60
Kenya	4 agosto 2000	3 agosto 2003	190,00	156,40
Malawi	21 diciembre 2000	20 diciembre 2003	45,11	38,67
Macedonia, ex Rep. Yug. de	29 noviembre 2000	28 noviembre 2003	10,34	8,61
Malí	6 agosto 1999	5 agosto 2002	46,65	33,15
Mauritania	21 julio 1999	20 julio 2002	42,49	30,35
Moldova	15 diciembre 2000	14 diciembre 2003	110,88	101,64
Mozambique	28 junio 1999	27 junio 2002	87,20	33,60
Nicaragua	18 marzo 1998	17 marzo 2001	148,96	33,64
Niger	14 diciembre 2000	21 diciembre 2003	59,20	50,74
República Centroafricana	20 julio 1998	19 julio 2001	49,44	24,96
República Kirguisa	26 junio 1998	25 junio 2001	73,38	28,69
Rwanda	24 junio 1998	23 junio 2001	71,40	19,04
Santo Tomé y Príncipe	28 abril 2000	28 abril 2003	6,66	4,76
Senegal	20 abril 1998	19 abril 2001	107,01	42,80
Tayikistán	24 junio 1998	24 diciembre 2001	100,30	34,02
Tanzania	31 marzo 2000	30 marzo 2003	135,00	95,00
Uganda	10 noviembre 1997	31 marzo 2001	100,43	8,93
Zambia	25 marzo 1999	28 marzo 2003	254,45	224,45
Total			2.907,48	1.733,33
Gran total			44.192,74	25.591,64

¹Incluye los montos en el marco del servicio de complementación de reservas.

SAF = servicio ampliado del FMI.

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

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

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

Los países miembros adquieren monedas de otros países o DEG mediante la entrega de un monto equivalente en moneda nacional.

Perspectivas de los mercados de bonos y acciones, contagio y períodos de “sequía”

Las expectativas de desaceleración de la economía estadounidense; la corrección a la baja de las previsiones sobre el potencial de ingresos a largo plazo de los sectores de la tecnología, los medios de difusión y las telecomunicaciones, y el deterioro de los mercados de crédito estadounidenses afectaron a los mercados emergentes de bonos y acciones en el cuarto trimestre de 2000. En el último número de *Emerging Market Financing*, que el FMI publica trimestralmente como parte de la supervisión de los mercados internacionales de capital, se examinan esos temas, así como las perspectivas de financiamiento de los mercados emergentes durante este año y los posibles riesgos, especialmente en caso de una pronunciada desaceleración de la economía estadounidense. Se analizan también los episodios de contagio y los períodos de “sequía” de financiamiento en los mercados emergentes de bonos, que son dos características destacadas del financiamiento de estos mercados.

biantes expectativas sobre las probabilidades relativas de que el “aterrizaje” de la economía estadounidense sea suave o brusco. En *Emerging Market Financing* se esbozan ambos escenarios y se señala que las expectativas de un aterrizaje relativamente suave darían lugar a mejores condiciones de financiamiento externo para los mercados emergentes y a una mayor selectividad a favor de los mercados más rentables. Las previsiones de un aterrizaje brusco, en cambio, promoverán un proceso ascendente del espectro crediticio en los mercados de deuda y podrían suscitar otra corrección a la baja de las previsiones para el sector de la tecnología, los medios de difusión y las telecomunicaciones, con el consiguiente aumento de las restricciones del financiamiento externo para los mercados emergentes. El pronóstico de referencia para 2001 apunta a una moderación del financiamiento mediante bonos, colocaciones selectivas de acciones y un mercado sólido de préstamos de consorcios.

Mercados emergentes de deuda: Rentabilidad y correlación medias



Datos: FMI, *Emerging Market Financing*, cuarto trimestre de 2000.

Resultados y perspectivas

Al tiempo que los diferenciales se ampliaban en los mercados emergentes y en los mercados de instrumentos de alta rentabilidad de Estados Unidos en el último trimestre, la restricción de la liquidez externa llevó a los inversionistas a centrar la atención en las perspectivas de los dos principales prestatarios con mercados emergentes —Argentina y Turquía— en los mercados internacionales de bonos. Los mercados emergentes de acciones, encabezados por los de Asia, quedaron a la zaga de los mercados maduros. Aunque las emisiones de bonos prácticamente cesaron en gran parte del trimestre, el total de financiamiento captado por los mercados emergentes en los mercados internacionales de capital se mantuvo en un nivel relativamente satisfactorio.

Al igual que en los tres últimos trimestres de 2000, las perspectivas para los activos y el financiamiento de los mercados emergentes siguen estando vinculadas a la evolución externa. Según el informe, probablemente persista la volatilidad en los mercados debido a las cam-

Contagio y selectividad en los mercados de bonos

En el informe se examinan detenidamente los brotes periódicos de contagio, es decir, la alta correlación de la rentabilidad de los instrumentos de deuda en los diferentes mercados emergentes. Se llega a la conclusión de que la rentabilidad de los bonos de los diferentes países tienden a evolucionar sincronizadamente en las épocas de dificultades, fenómeno que es bastante menos pronunciado en los períodos de auge. Esto lleva a pensar que la actitud de los inversionistas es menos selectiva en los períodos de venta generalizada de valores (véase el gráfico de esta página). Esta suposición es congruente con el hecho de que la base de inversionistas es de carácter “cruzado” (tiende a orientarse hacia los mercados internos cuando se deteriora la situación, en lugar de buscar refugio en mejores créditos comprendidos dentro de la categoría de activos), y con la toma de posiciones apalancadas (las pérdidas dan lugar a la reposición de los márgenes de garantía y a liquidaciones generalizadas en toda la categoría de activos, lo que no sucede con las ganancias). No obstante, se comprobó también una disminución sistemática de las correlaciones cruzadas tras las crisis de los mercados emergentes de 1997–98, síntoma alentador que lleva a concebir mayores posibilidades de diversificación entre los mercados emergentes.

¿Por qué disminuyeron las correlaciones cruzadas desde 1997–98? En el informe se identifican varios factores: tras las crisis de Asia y Rusia se redujo el apalancamiento, por lo cual el deterioro de la situación no requiere liquidaciones en masa; el mejoramiento de la calificación de los instrumentos de algunos países —como México— ha incrementado la diversidad de la base global de inversionistas en instrumentos de deuda de mercados emergentes, y cabe prever que esa mayor diversificación dé lugar a un comportamiento más

heterogéneo de los inversionistas; por otra parte, hace tiempo que no se produce una crisis propiamente dicha en ningún mercado emergente importante. Según el informe queda por saber qué magnitud tendrían las correlaciones si se produjera una crisis.

En 2000 se incrementó en dos oportunidades el promedio de la correlación cruzada, aunque mucho menos que en años anteriores. El primer episodio coincidió muy cercanamente con la modificación de las expectativas referentes a la política monetaria estadounidense, lo que lleva a pensar que las expectativas tuvieron decisiva importancia. En el segundo episodio, diversos factores coincidieron en forma relativamente cercana con las ventas generalizadas en Argentina. ¿Lo ocurrido en Argentina se propagó a otros mercados emergentes? En *Emerging Market Financing* se concluye que el deterioro del entorno externo precedió a una decisiva acumulación de preocupaciones de los inversionistas con respecto a los instrumentos soberanos. Cuando los diferenciales de los instrumentos argentinos aumentaron hasta superar los niveles generales del mercado, el promedio de la correlación cruzada ya había subido.

El segundo episodio comprendió dos fases. La primera puede vincularse con preocupaciones respecto a Perú, la influencia en los precios de un deterioro de la situación mundial y la fusión de Chase y J.P. Morgan. La segunda coincidió con ventas generalizadas en los mercados de bonos estadounidenses de alta rentabilidad. Al aumentar la preocupación con respecto a Argentina el promedio de la correlación se mantuvo relativamente estable. Esto lleva a pensar que el “contagio” entre los mercados se produjo antes de que las preocupaciones en torno a Argentina llegaran a un nivel crítico, y fue una reacción frente al deterioro de la situación externa.

“Sequía” en los mercados de bonos

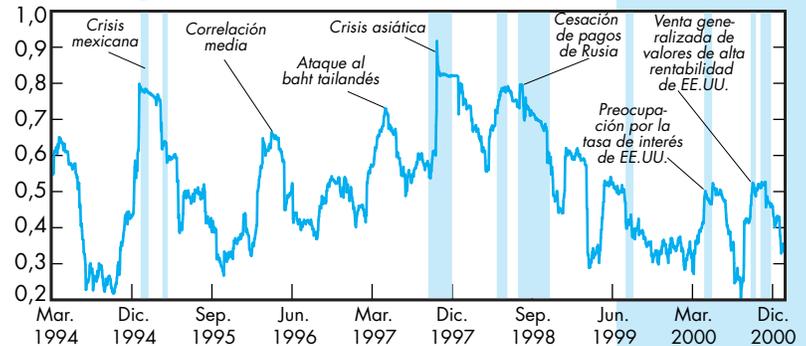
Según el informe, desde 1993 los prestatarios de mercados emergentes se han visto confrontados con nueve períodos de cierre de los mercados, o sequía de financiamiento, en que no les fue posible realizar emisiones de nuevos instrumentos de deuda (véase el gráfico de esta página). La duración de esos períodos de sequía osciló entre una semana (crisis de México) y 13 semanas (crisis rusa). Los primeros cinco casos de cierre fueron precedidos por crisis o incertidumbre en los mercados emergentes, pero no en todos los casos fue así. De los cuatro casos posteriores a la crisis rusa, tres estuvieron vinculados con la evolución del entorno externo, y en esos episodios la ampliación de los diferenciales fue mucho menor. Sorprendentemente, no se halló una relación clara entre el nivel medio de los diferenciales en los mercados emergentes y el cese de las emisiones de estos mercados.

Según *Emerging Market Financing*, un hecho aislado habitualmente da lugar a una pronunciada variación de los diferenciales, y hace que los emisores e inversionistas asuman una actitud de espera. Los primeros se muestran muy reacios a aceptar tasas fijas más altas, y a los inversionistas les preocupa la posibilidad de sufrir pérdidas en nuevas emisiones ante la revaloración de sus activos a los precios del mercado, ya que los diferenciales

pueden aumentar aún más. La reapertura del mercado parece depender en forma decisiva de que se disipe la incertidumbre.

Como cabía prever, el cese de las emisiones ha caracterizado también a otros mercados de crédito de plano inferior, como los mercados de instrumentos de alta rentabilidad de Estados Unidos, pero el fenómeno ha

Mercados emergentes de deuda: Correlación media y cierres del mercado (sombreado)



Datos: FMI, *Emerging Market Financing*, cuarto trimestre 2000.

sido mucho menos pronunciado en los mercados de instrumentos de calificación alta. Es evidente que las condiciones imperantes en los mercados e instrumentos de alto grado y de alta rentabilidad de Estados Unidos, influyen en la determinación de la receptividad a emisiones de mercados emergentes.

Por último, el fenómeno de la sequía en el contexto de las emisiones de mercados emergentes guarda estrecha relación con el aumento del promedio de la correlación cruzada de la rentabilidad de los diferentes países; en otras palabras, con períodos de ventas generalizadas de instrumentos de deuda de mercados emergentes en los mercados secundarios (véase el gráfico). ■

Subir Lall
Departamento de Estudios, FMI

La edición del cuarto trimestre de 2000 de *Emerging Market Financing: Quarterly Report on Developments and Prospects* se publica en inglés en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org).

Tasas del FMI

Semana del	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
12 de febrero	4,36	4,36	5,05
19 de febrero	4,33	4,33	5,02

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).

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

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

Las reservas deben reflejar el aumento de los flujos de capital y la necesidad de prevenir las crisis

Se ha producido una silenciosa revolución en lo que se refiere a la suficiencia de las reservas, y tratamos aquí los rápidos cambios que experimentó el método que se usa para su evaluación.

Antecedentes

Durante buena parte de la segunda mitad del siglo XX, la norma era que las reservas cubrieran al menos tres meses de importaciones y los valores mínimos indicados en muchos programas económicos respaldados por el FMI se basaban en ese nivel. En el mercado también se ha utilizado con frecuencia esta norma para estimar si las reservas son adecuadas. De hecho, la mediana de los niveles observados durante los últimos cincuenta años oscilaba entre tres y cuatro meses de importaciones. Después de la serie de crisis financieras que sufrieron las economías de mercados emergentes en los años noventa (véase el gráfico, pág. 68), sus reservas se aumentaron en forma sustancial debido, entre otras cosas, a una nueva percepción de la importancia de que fueran adecuadas.

La importancia asignada al comercio exterior luego de la segunda guerra mundial era consecuencia de las escasas oportunidades de neutralizar las crisis de cuenta corriente por medio de los flujos de capitales privados, que habían disminuido y además se consideraban relativamente desestabilizadores, tanto durante como después de la gran depresión. En sí, esta mayor atención a los factores externos constituía un importante alejamiento del método anterior. Cuando todos creían en el patrón oro, se pensaba que estos flujos en general eran estabilizadores y la política sobre reservas procuraba respaldar la credibilidad de ese patrón. En la época anterior a la guerra, las metas para las reservas se determinaban principalmente en función del respaldo para el oro o el patrón oro y casi siempre se basaban en algún concepto de la masa monetaria interna (por ejemplo, la base monetaria).

Interés por la cuenta de capital

En vista del aumento de los flujos de capital privado, se cree más y más que, para muchos países, es inadecuado determinar el nivel de las reservas en función del comercio exterior. Al mismo tiempo, las crisis que afectaron a los mercados emergentes en los años noventa han hecho notar que estos flujos son importantes para financiar la balanza de pagos, pero pueden cambiar de sentido y a menudo no hay seguridad de tener acceso a ellos. Estos virajes pueden restringir la liquidez y provocar o agravar crisis externas. Según estimaciones recientes, el costo medio de esas crisis es un muy significativo 20% del PIB; no sorprende entonces que haya pasado a primer plano la función que compete a las reservas en la prevención de las crisis.

Se han comenzado a buscar nuevas normas para evaluar la suficiencia de las reservas que tomen en cuenta estos aspectos de la cuenta de capital y la prevención de las crisis y, siendo esta última el objetivo principal, algunas autoridades como Alan Greenspan y Pablo Guidotti han propuesto una nueva norma, a saber, que el criterio principal sea la cobertura de la deuda a corto plazo según el vencimiento residual. Se han determinado así niveles adecuados a partir de modelos utilizados para predecir la incidencia o la gravedad de las crisis externas. El mayor hincapié en la deuda a corto plazo y este nuevo criterio han quedado plasmados en un documento de marzo de 2000, *Debt and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability*, que se analizó en el Directorio del FMI (publicado en www.imf.org/external/np/pdr/debtres/index.htm).

Nuevo marco para determinar la suficiencia de las reservas

Conviene distinguir dos aspectos de este nuevo método: primero, que los indicadores derivados de modelos empíricos de vulnerabilidad externa de distintos países pueden ser útiles para dar una estimación aproximada del nivel adecuado de las reservas y sirven de punto de partida para ulteriores análisis. Los resultados de las estimaciones también ayudan a evaluar los factores macro o microeconómicos que han de considerarse al evaluar la vulnerabilidad. Los estudios del FMI han determinado que cuando las reservas son mayores que la deuda a corto plazo se reduce la gravedad de una crisis en las economías de mercados emergentes en épocas de contagio internacional, y el tema se sigue investigando, sobre todo para tomar en cuenta factores específicos de los países y cuantificar los beneficios en lo que se refiere a prevenir pérdidas de producción.

El segundo aspecto implica pruebas de tensión y resulta muy apropiado para evaluar factores peculiares y específicos de un país que afectan a la suficiencia de las reservas. Estas pruebas pueden usarse para evaluar los distintos valores observados antes en las diversas partidas de la balanza de pagos y examinar las posibles variaciones en un escenario desfavorable o pesimista, un método que resulta muy adecuado para evaluar las medidas que podrían tomarse y que ya usan varios bancos centrales. Las pruebas de tensión y los escenarios sobre política económica también pueden servir para contener la propagación de las crisis porque las autoridades podrán comprender mejor los parámetros y la sensibilidad de las variables económicas a las políticas que se apliquen.

Reservas = deuda a corto plazo

La utilización de indicadores y pruebas de tensión se ajusta bien al método indicado para evaluar si las

reservas son suficientes. En casi todos los trabajos empíricos sobre la vulnerabilidad externa, se ha determinado que la relación entre la deuda a corto plazo y las reservas es el indicador más significativo. La norma que se deduce es que las reservas deben ser en general iguales a la deuda a corto plazo según el vencimiento residual: R (reservas) = DCP (deuda a corto plazo), una relación cuya interpretación es también intuitivamente atractiva en las pruebas de tensión. Por ejemplo, considérese un caso simplificado en el cual la cuenta corriente tiene déficit cero (como porcentaje del PIB), y no hay fuga de capitales de los residentes. En esta situación, un nivel de reservas igual a la deuda a corto plazo según el vencimiento residual permite al país pagar todas las obligaciones de la deuda si no hay nuevas entradas de capital y la deuda anterior no se renueva ni refinancia.

En la práctica, este caso no es frecuente pero sirve como punto de partida para examinar situaciones más complejas. Aplicando pruebas de tensión más avanzadas se podría considerar que es probable que, en una crisis moderada, el país siga gozando de una constante inversión extranjera directa, y por lo tanto tal vez necesite menores reservas que las que surgen de aplicar la relación $R = DCP$ de la prueba simplificada.

Si el banco central utiliza estas pruebas, podría considerar también el riesgo de que haya fugas de capital de residentes y que sea necesario financiar el déficit en cuenta corriente. Con este método se puede estimar

también si un año sin acceso al mercado de capital es un período demasiado prolongado o demasiado corto en vista de la posibilidad de tomar medidas de ajuste, por ejemplo, como consecuencia del ciclo político o de la eficacia de la política fiscal o monetaria. También es útil considerar como parámetros el tipo y el volumen de los flujos durante crisis anteriores.

Otras consideraciones

Como se dijo, la norma de un nivel de reservas igual a la deuda a corto plazo debe considerarse el punto de partida para analizar si dicho nivel es suficiente para un país que tiene un acceso significativo pero incierto a los mercados de capital. Se ha determinado que también hay otros factores que son esenciales en este análisis.

- El análisis empírico general sugiere decididamente que otros aspectos fundamentales, sobre todo el déficit en cuenta corriente y el desajuste del tipo de cambio efectivo real, influyen en las reservas que se necesitan.

- Si bien la deuda privada (incluida la del sector bancario y la de las empresas) debe estar cubierta por las reservas de acuerdo con los resultados empíricos, la necesidad de contar con reservas frente a esta deuda es menor cuando los riesgos del sector privado están bien controlados, como ocurre en muchos países industriales.

- Un régimen cambiario flexible puede fomentar una microgestión acertada de los riesgos y reducir algunos de los que entraña una fuga de capitales de carácter

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

Notas informativas

- 01/12: Segunda revisión del préstamo a favor de Camboya en el marco del SCLP, 30 de enero
- 01/13: Tramo de crédito por US\$1.400 millones para Turquía, 5 de febrero (véase la pág. 62)
- 01/14: Reunión del Directorio del FMI con el Comité Preparatorio de la reunión sobre financiamiento para el desarrollo, 6 de febrero (véase la pág. 53)
- 01/15: Madagascar: Declaración del presidente del Directorio sobre el debate en el marco de la Iniciativa para los PPME, 7 de febrero
- 01/16: Las autoridades del FMI y el Banco Mundial se reunieron con líderes africanos, 7 de febrero
- 01/17: La Junta de Gobernadores del FMI aprueba el aumento de la cuota de China, 8 de febrero (véase la pág. 55)
- 01/18: Segunda revisión del préstamo a favor de Mauritania en el marco del SCLP, 9 de febrero
- 01/19: El FMI publica un nuevo número trimestral de *Emerging Market Financing*, 14 de febrero (véase la pág. 64)

Notas de información al público

- 01/09: Benin, 12 de febrero
- 01/10: Noruega, 5 de febrero
- 01/11: El FMI examina los resultados del programa de evaluación del sector financiero, 5 de febrero
- 01/12: Sierra Leona, 12 de febrero

Discurso (publicado también en español)

Subdirector Gerente del FMI, Eduardo Aninat, "Desarrollo de los mercados de capital en América Latina". Conferencia sobre desarrollo del mercado de capital, BID, 5 de febrero

Transcripción

Conferencia de prensa, Thomas Dawson, Departamento de Relaciones Externas, 2 de febrero

Carta de intención y memorando de política económica y financiera*

Turquía, 6 de febrero

Documento de estrategia de lucha contra la pobreza*

Mauritania, 6 de febrero

Observaciones finales sobre las consultas del Artículo IV*

Suiza, 29 de enero

Economic Policies of the Euro Area, 2 de febrero

Canadá, 4 de febrero

Punto de desición en el marco de la Iniciativa reforzada para los PPME*

Santo Tomé y Príncipe, 30 de enero

Guinea-Bissau, 2 de febrero

Gambia, 5 de febrero

Informe sobre la observancia de normas y códigos*

Corea, 7 de febrero

Otros

Quarterly Update on the Special Data Dissemination Standard, Fourth Quarter 2000, 29 de enero

Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises, 5 de febrero (véase la pág. 58)

Recursos financieros y posición de liquidez del FMI, 1999-enero de 2001, 8 de febrero

Actividades financieras del FMI, 12 de febrero

* Fecha de publicación.



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

Adriana Vilar de Vilarinho
Corrección de pruebas

Christine K. Brown
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. 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.

especulativo, pero no hace desaparecer el peligro de la crisis, porque la moneda puede empezar a caer si no tiene el respaldo de una liquidez suficiente, que un país necesita para seguir atendiendo el servicio de la deuda externa pública y privada.

• La disponibilidad de instrumentos para especular con la sobreventa de moneda y su recompra a menor precio puede afectar la velocidad con que se agotan los recursos líquidos y aumentar el volumen de liquidez que se necesita. Entonces, la posibilidad de que los no residentes tomen posiciones en instrumentos derivados frente al banco central (directa o indirectamente) puede aumentar considerablemente la liquidez necesaria o requerir un fuerte contrapeso, como una sólida gestión del riesgo.

• El volumen de la deuda interna a corto plazo de las autoridades monetarias y del resto del gobierno central, y la debilidad del sistema bancario pueden ocasionar fuga de capitales y convertir las entradas en salidas, factores que pesan más, en especial cuando no hay controles de capital eficaces ni otros medios para crear un mercado cautivo, el tipo de cambio es fijo y la deuda está denominada en moneda extranjera.

Este marco general puede adaptarse para que capte estos factores en el caso de países específicos usando pruebas de tensión e indicadores empíricos que los reflejen. También deberían revisarse los indicadores de acceso al mercado, en especial los de solvencia, porque la disminución de ésta producirá, en su momento, problemas de liquidez.

Acceso limitado a los mercados de capital

El nuevo método es útil para los países que tienen un acceso significativo e incierto a los mercados de capital. ¿Qué pasa con los que tienen acceso limitado? Se les aplican los argumentos tradicionales: sin acceso al capital privado, necesitan reservas para absorber y amortiguar las perturbaciones, como la disminución del volumen de exportaciones o el aumento del precio de las importaciones. El alcance que deben tener las reservas puede estudiarse de acuerdo a la volatilidad que han tenido antes (como medida resumida de la volatilidad general) o la volatilidad anterior de la cuenta corriente.

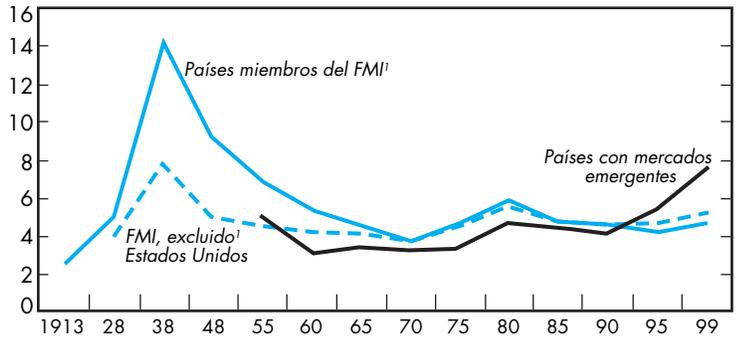
Pueden usarse medidas estadísticas para construir intervalos de confianza aproximados, o las variaciones máximas de los flujos anteriores de la balanza de pagos para diseñar el escenario más pesimista. Estos factores, combinados con una estimación de la duración de ese escenario, y la posibilidad de aplicar medidas de ajuste, así como la velocidad con que se lo haga, pueden usarse para evaluar el nivel de reservas deseado.

Consecuencias para la gestión de las reservas

El nuevo método para evaluar la suficiencia tendrá un profundo efecto en la forma en que se deben manejar

Tendencias a largo plazo de las reservas

Meses de importaciones



Actuales países miembros del FMI sobre los que se dispone de datos. Datos: FMI.

las reservas, sobre todo su composición ideal en términos de moneda, duración e instrumentos. La lógica del método sugiere que, en cuanto a moneda, habrá que seguir de cerca la composición de las posibles salidas de capital antes que la de los flujos de comercio, aunque todavía faltan estudios formales sobre este tema. Entonces, si las salidas son de dólares (por ejemplo, porque la deuda a corto plazo es en dólares) en la composición de monedas deben predominar los dólares, no porque no sea posible canjear rápidamente las otras monedas a dólares sino para minimizar el riesgo de que el valor de las reservas medido en dólares sea bajo en el momento en que se las necesita.

En términos más generales, la lógica del método sugiere que la composición de las reservas debe procurar maximizar las reservas brutas disponibles cuando realmente se las requiere. Esto implica, por ejemplo, que es mejor evitar los instrumentos de baja calidad, que tienden a sufrir riesgo de mercado cuando hay turbulencias o contagio internacional.

Las cuestiones generales se han planteado en una serie de cursos y seminarios en los que participaron administradores de las reservas de distintos países del mundo, y más recientemente se analizó este tema en una mesa redonda del Banco Mundial y el FMI.

¿Desaparecerá la norma de la cobertura de las importaciones?

Significa esto que la norma tradicional de los tres meses de importaciones de bienes y servicios ya no sirve? Es probable que las reservas sigan expresándose en términos de importaciones, en especial cuando los países tienen acceso limitado a los mercados de capital, porque todos lo hacen así y es fácil de interpretar. Pero el nivel de reservas debe justificarse en términos más amplios como los ya mencionados, porque en la práctica así se podría tener una gama mucho más extensa de niveles observados de reservas y prestar más atención a la declaración y comparación de las reservas medidas en función de otros criterios, como la deuda a corto plazo. ■

Christian Mulder e Ydahlia Metzgen
Departamento de Elaboración y Examen de Políticas, FMI