

## Para Aninat América Latina está en un punto de inflexión, no al borde de un cambio radical



Aninat: "2003 será un punto de inflexión: El crecimiento se reanudará en la región."

Cuando Eduardo Aninat, Subdirector Gerente del FMI, viajó a América Latina en enero, propuso un programa de autoayuda para el subcontinente basado en tres pilares a fin de asimilar las enseñanzas de las últimas crisis. Se presentan, a continuación, fragmentos actualizados de sus intervenciones en la Universidad de Viña del Mar en Chile y en el Banco Central de Reserva del Perú.

Durante mucho tiempo, el desempeño económico de América Latina se ha prestado a la hipérbole y los problemas de los últimos años no han sido una excepción. El periódico británico *The Guardian* hablaba del fracaso del neoliberalismo, el mercado mundial y la adopción de las políticas del FMI en un artículo titulado "A Continent on the Edge of a Volcano" (Un continente al borde de un volcán). Otros han expresado igualmente la opinión de que, debido a las dificultades de los dos últimos años, América Latina se encuentra al borde de un cambio súbito y radical que afectará a toda la región.

La realidad quizá sea algo más banal. América Latina se encuentra más bien en un punto de inflexión, saliendo de una desaceleración inducida en parte por el ciclo económico (Continúa en la página 50)

## El G-7 tomará medidas si se debilita la economía

Los ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales del Grupo de los Siete (G-7) señalaron al término de la reunión celebrada en París el 22 de febrero que están dispuestos a tomar medidas si se debilita la economía mundial. Las autoridades reconocieron —refiriéndose indirectamente a las tensiones en Oriente Medio y otras regiones— que las incertidumbres geopolíticas se han incrementado, pero las economías mantienen su "capacidad de recuperación".

Las autoridades indicaron que seguirán colaborando estrechamente y, si empeoran las perspectivas económicas, están dispuestas a tomar las medidas apropiadas. Señalaron que llevarán a cabo un seguimiento dete-

nido de los mercados de divisas y adoptarán las medidas necesarias.

Ante los indicios de un crecimiento inferior al previsto en el G-7 este año, el FMI publicará las perspectivas semestrales de la economía mundial el 9 de abril, antes de las reuniones de abril del Banco Mundial y del FMI en Washington.

Los ministros y gobernadores asistentes a la reunión en París reconocieron la necesidad de aumentar el crecimiento y se mostraron dispuestos a adoptar medidas para lograrlo. Con este objetivo, Europa se compromete a acelerar las reformas de los mercados de capital, productos y trabajo; Japón ha reiterado su determinación de llevar a cabo reformas estructurales, (Continúa en la página 53)



Francis Mer (izq.), Ministro de Hacienda de Francia, conversa con el Secretario del Tesoro de Estados Unidos, John Snow, en la reunión del G-7.

### En este número

- 49 Aninat examina la situación en América Latina
- 49 Reunión del G-7 en París
- 54 Conferencia Razin a cargo de Krugman
- 56 Las edades de la transición económica
- 58 Importancia de la transparencia
- 60 Prioridades de la reforma en los CEI-7
- 62 Vínculos económicos mundiales

y . . .

- 55 Publicaciones recientes
- 57 Publicado en Internet
- 58 Tasas del FMI

## Aninat propone un programa de autoayuda

(Continuación de la página 49) mundial para adentrarse en una fase de recuperación. Por eso es erróneo considerar que los resultados económicos recientes se deben a un fracaso de las políticas de los años noventa o

a los peligros de la globalización. De no haber sido por esas políticas, la región podría haber sufrido turbulencias aún más graves en esos años. Y, lejos de volver la espalda a la globalización como resultado de los últimos acontecimientos, “las estrategias nacionales deben diseñarse de tal modo que se aproveche

el potencial [de la globalización] y se cumplan los requisitos que conlleva una mayor integración en la economía mundial”, como señalaba en un informe reciente un organismo regional de las Naciones Unidas.

### Vínculos mundiales

La fragilidad de la región en los dos últimos años tiene mucho que ver con el ciclo económico mundial, sobre todo con la desaceleración de la actividad en Estados Unidos en 2001. En 2000, el desempeño económico de la región se situó, en promedio, ligeramente por debajo de las cifras de crecimiento mundial. De los 33 países de América Latina y el Caribe, solo dos —Argentina y Uruguay— estaban en recesión. Los demás registraban tasas de crecimiento moderadas, con Brasil, Chile y México a la cabeza de la clasificación.

Hacia finales del 2000, llegamos al término de una dilatada fase de expansión de la economía mundial y de Estados Unidos. Durante gran parte de 2001, se produjo una desaceleración mundial, cuyos efectos se sintieron, naturalmente, en esta región, que ya tiene un alto grado de integración con Estados Unidos.

El mejor ejemplo lo constituye el caso de México. Al ex Presidente mexicano Porfirio Díaz —a quien se atribuye la frase de que México está “tan cerca de los Estados Unidos y tan lejos de Dios”— ni se le habría pasado por la cabeza que sus sucesores emprenderían una política deliberada de acercamiento al vecino del norte, especialmente con la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC). Cabe señalar que la correlación entre las variaciones interanuales de la producción industrial en Estados Unidos y México ha aumentado en los últimos años de

menos de 0,15 antes del TLC a 0,9: una correlación casi perfecta. México fue uno de los primeros países que sintió los efectos de la desaceleración en Estados Unidos; la actividad económica sufrió una ligera contracción en 2001, pero repuntó rápidamente, tras la recuperación en Estados Unidos en 2002. En 2003, se prevé que México crecerá en torno a un 3%, según las últimas previsiones del sector privado.

La actividad económica en muchos otros países de la región presenta características cualitativas similares: el crecimiento se desaceleró al compás de la desaceleración mundial y se observan signos de recuperación en 2003 a medida que mejora la situación mundial.

Ahora bien, es evidente que la región tiene que hacer algo más que limitarse a esperar que la recuperación mundial saque a todo el mundo a flote. Yo propongo un programa de autoayuda basado en tres pilares: un mayor “blindaje” del marco macroeconómico y financiero frente a las crisis, aceleración de las reformas estructurales necesarias para estimular el crecimiento (y, en algunos casos, para ayudar a prevenir las crisis) y, en tercer lugar, aprovechar mejor las ventajas de la globalización.

### Blindaje frente a las crisis

Para que los países de América Latina sean menos propensos a una crisis será necesario como mínimo adoptar tipos de cambio flexibles (combinados con la fijación de objetivos de inflación como ancla monetaria), imponer límites conservadores en materia de deuda pública y evitar la excesiva dolarización de la deuda.

Si bien los programas de estabilización basados en el tipo de cambio adoptados a principios de los años noventa permitieron reducir drásticamente la inflación, con el tiempo, dieron lugar a rigideces que limitaron la respuesta frente a las perturbaciones internas y externas y alentaron la afluencia de capital y los desajustes en el balance mediante una dolarización indirecta. Aunque la actividad económica aumentó al principio como resultado de la entrada de capital, con el tiempo la competitividad se resintió como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio real. El estímulo de la afluencia de capital socavó la disciplina fiscal. Y lo mismo ocurrió con el impulso de la liberalización comercial, dado que el tipo de cambio no era suficientemente flexible para ajustarse a los efectos. Así pues, vista la experiencia, América Latina debería abstenerse de aplicar regímenes cambiarios inflexibles que, prácticamente en todas partes, han tenido resultados desastrosos.

Otro factor de vulnerabilidad común que precedió a la reciente crisis fueron los niveles crecientes de endeudamiento público y la composición de la deuda por monedas. Si bien los coeficientes deuda/PIB no son excesivamente altos según los criterios internacio-



Planta de ensamblaje de repuestos de automóviles de la compañía Ford en Hermosillo, México.

Es erróneo considerar que los resultados económicos recientes se deben a un fracaso de las políticas de los años noventa o a los peligros de la globalización.

—Eduardo Aninat

nales, pueden ser, sin embargo, un problema si enmascaran deficiencias importantes. Por ejemplo, los coeficientes de endeudamiento de algunos países de América Latina aumentaron lenta y sistemáticamente durante los años noventa, incluso en los buenos tiempos, lo que refleja una falta de disciplina presupuestaria. Además, la falta de credibilidad dio lugar a la dependencia de las deudas vinculadas al dólar o con intereses en dólares. Y, dado que los tipos de cambio reales estaban sobrevalorados, desde una perspectiva de mediano plazo se estaban subestimando y evaluando incorrectamente los coeficientes deuda/PIB.

El aumento de la deuda se debe a deficiencias más profundas del sistema fiscal, entre otras, al reducido tamaño de las bases de generación de ingreso, combinado con mecanismos de recaudación débiles, a rigideces en el gasto corriente (por ejemplo, cuando la mayoría de los gastos están sujetos a asignaciones específicas y a niveles mínimos) y a la inflexibilidad en los acuerdos con los niveles subnacionales de gobierno. Es necesario mejorar las estructuras y las instituciones fiscales para que la ejecución de las políticas sea más flexible, respaldar el aumento del gasto social y estimular el crecimiento a largo plazo. De hecho, la mejora de las instituciones es una de las principales prioridades en materia de cambios en América Latina.

### Vencer la fatiga de la reforma

Los programas de carácter estructural en algunas materias clave, como la liberalización del comercio y la política tributaria, se tornaron vacilantes en la segunda mitad de los años noventa y ahora hay que revitalizarlos.

En materia de integración comercial, los países de América Latina van a la zaga en comparación con la apertura de los mercados de capital. Como consecuencia, la vulnerabilidad es mayor y se ha manifestado, sobre todo, en coeficientes muy altos de deuda externa respecto a las exportaciones. El potencial de crecimiento también se ha visto afectado. La evidencia parece indicar que los países con una mayor participación en el comercio mundial registran un crecimiento más rápido que los que tienen una estructura comercial más autárquica. En general, la participación de América Latina en el comercio mundial equivale a la mitad de la de los países de Asia oriental y sus tasas de crecimiento de largo plazo también han sido siempre más bajas.

El tamaño relativamente pequeño del sector comercial en las economías de América Latina, así como la concentración de las exportaciones en unos pocos productos básicos, han intensificado los problemas: aumento de la deuda externa, precariedad de las estructuras financieras y rigideces cambiarias. Como las exportaciones representan una proporción pequeña del PIB, para atender los pagos más altos por concepto del servicio de la deuda y hacer frente a otras perturbaciones, el tipo de cambio real se ha visto sometido a grandes oscilaciones para mejorar la posición externa.

Como consecuencia ha aumentado la inquietud respecto a la solvencia externa de estos países. En cambio, los países de Asia pudieron recuperarse más rápidamente tras las crisis de 1997–98, debido a que sus economías abiertas permitían una mayor respuesta de las exportaciones al problema de las devaluaciones.

Sin embargo, las reformas estructurales en materia de comercio exterior, fiscal y otras no traerán consigo plenos beneficios a menos que se acompañen de reformas en la gestión de gobierno. La corrupción generalizada ha sido un obstáculo para el crecimiento y ha socavado el apoyo a las reformas; varios países de América Latina han sido clasificados entre los más corruptos del mundo. Es evidente que sería deseable reducir visiblemente la corrupción para mantener el apoyo al proceso de reforma. Asimismo, se ha demostrado que la calidad de la inversión extranjera depende de la transparencia y de la falta de corrupción. La creación de un sistema judicial independiente y responsable es esencial para potenciar la credibilidad del estado de derecho y mejorar el entorno en el que operan las fuerzas del mercado.

### ¿Un consenso mundial?

En una economía mundial integrada es esencial para todo país no solo llevar adelante sus propios programas nacionales, sino también saber cuál es la mejor manera de aprovechar las ventajas de la globalización. La intensificación del comercio se ha traducido en un crecimiento económico más rápido y en un aumento de los niveles de vida que puede observarse más claramente en Asia oriental: por ejemplo, en Corea, el ingreso real se ha duplicado cada 12 años desde 1960. Junto con la expansión del comercio, en las últimas décadas se ha avanzado también en la integración de los mercados de capital. Los flujos de capital privado a los mercados emergentes y a los países en desarrollo sobrepasan ahora, con mucho, los niveles de asistencia oficial para el desarrollo. La apertura a los flujos de capital, si se combina con políticas económicas internas sólidas, facilita el acceso de los países a un volumen de recursos mucho mayor con el que financiar el desarrollo. No obstante, la idea que se va perfilando —y que el FMI comparte— es que los países en desarrollo han de cumplir una serie de condiciones previas para poder beneficiarse de la globalización financiera y evitar la probabilidad cada vez mayor de sufrir una crisis cambiaria o bancaria. Por esta razón, se está enfocando el tema de la liberalización de la cuenta de capital con mucha mayor cautela. Como ha afirmado Kenneth Rogoff, Consejero Económico del FMI, hay que ver “cómo pueden los países en desarrollo beber en las aguas de los mercados internacionales de capital sin ahogarse en ellas”.

Sin lugar a dudas, hay que fomentar la inversión extranjera directa (IED) puesto que es más estable que otros tipos de financiamiento externo y acelera la acumulación de capital y la absorción de tecnología.

La corrupción generalizada ha sido un obstáculo para el crecimiento y ha socavado el apoyo a las reformas; varios países de América Latina han sido clasificados entre los más corruptos del mundo.

—Eduardo Aninat

Consideremos qué enseñanzas podemos extraer de la experiencia de la década de los noventa y también de los últimos años para que la región sea más resistente a las crisis y registre un crecimiento más vigoroso.

—Eduardo Aninat

Como ocurre con el comercio exterior, se ha demostrado que la IED estimula el crecimiento económico. Las tenencias extranjeras de acciones y participaciones, aunque pueden ser inestables, proporcionan beneficios en el sentido de que se comparte el riesgo. Por lo tanto, la cuestión de las restricciones se plantea más en el caso de los instrumentos de deuda, tanto los flujos a corto plazo como algunos tipos de flujos a largo plazo. La deuda carece de las propiedades deseables de distribución del riesgo que tienen la IED y los títulos de renta variable, y puede hacer que los países sean susceptibles a cambios de actitud de los inversionistas y a problemas de insolvencia.

### **Estar conectados**

El comercio internacional y un prudente acceso a los mercados de capital son dos formas importantes en que los países en desarrollo pueden aprovechar los beneficios de un mundo globalizado, pero quizá no baste con eso. Cada vez más, estos países tendrán que encontrar la manera de beneficiarse de los avances tecnológicos de otros países.

En los primeros años del siglo XX, América Latina perdió la oportunidad de lograr un crecimiento rápido en sectores como la silvicultura y la minería, que sí supieron explotar países con recursos similares como Australia, Canadá, los países escandinavos y, en cierta medida, Estados Unidos. En un estudio reciente del Banco Mundial se sostiene que el fracaso de América Latina se debió, sobre todo, a dos motivos. En primer lugar, el poder monopolístico creado por las políticas de industrialización autárquica actuó como una barrera que frenó la innovación y la adopción de tecnología. Las industrias prefirieron vivir de las rentas de los monopolios que les otorgaba el fiat del gobierno, que competir y aprovechar las ventajas tecnológicas sobre sus competidores.

En segundo lugar, el capital humano y las redes de instituciones que facilitan la adopción y la creación de nuevas tecnologías eran deficientes en relación con los de otras naciones. Sirva como ejemplo, el número mucho menor de ingenieros en relación con la población general de América Latina que en otros países a principios del siglo XX. El éxito de Estados Unidos y Australia en el sector minero parece deberse, en gran medida, al apoyo de las redes intelectuales que enlazaban las facultades de minería de categoría mundial y a los programas de investigación, tanto privados como públicos. Análogamente, la excelencia de los países escandinavos en el sector forestal tiene mucho que agradecer a las redes de conocimientos que estimularon el aumento de la productividad. No es casualidad que la fábrica de pasta de papel más antigua de Finlandia estuviera ubicada en un lugar de nombre Nokia, hoy día sede y símbolo del liderazgo del país en el campo de las telecomunicaciones.

La situación actual de América Latina es otra. La mayoría de los países de la región han adoptado una inequívoca orientación al exterior y han realizado nue-

vas inversiones para mejorar el capital humano y la calidad de las instituciones de enseñanza. Además, el acceso a la tecnología de la información (TI) les permite cerrar la brecha de conocimientos con las naciones avanzadas a un ritmo más rápido de lo que era posible anteriormente. Con la TI, se puede ofrecer educación a un costo mucho menor a un grupo de personas mucho más numeroso. Facilitando mejor información y reduciendo los costos de las transacciones es posible integrar en el sistema a quienes se encuentran al margen de los mercados nacionales e internacionales.

Aunque partiendo de valores bajos, el gasto en TI aumentó en los años noventa en la mayoría de los países en desarrollo y, en muchos de ellos, a una tasa significativamente más alta que en las economías avanzadas. Además, la difusión de la TI a los países en desarrollo ha sido rápida en comparación con anteriores tecnologías multiuso. En pocas palabras, los países en desarrollo, tanto de América Latina como de otras regiones, están realizando el tipo de inversiones en TI que les permitirán estar conectados.

### **Resumen**

Es innegable que la región ha pasado en los últimos años por momentos más difíciles que muchas otras regiones y, naturalmente, ha sufrido las consecuencias de la desaceleración mundial. Ahora bien, también es cierto que en algunos países han entrado en juego otros factores: en Argentina, el abandono precipitado del régimen de tipo de cambio fijo, en Brasil, el año pasado, la incertidumbre propia de un año de elecciones, en Venezuela las tensiones políticas, por citar tan solo algunos ejemplos. Con todo, nuestras previsiones indican que 2003 será un punto de inflexión y que el crecimiento económico se reanudará en la región.

Hay quienes han utilizado los problemas económicos que ha sufrido la región en los últimos años para argumentar que deberíamos dar marcha atrás en las políticas económicas de los años noventa y en el avance de la globalización observado en los últimos decenios. ¡No puedo decir que comparto esas opiniones! En la década de los años noventa se progresó notablemente en América Latina, como bien sabemos muchos y como lo han experimentado muchos ciudadanos de la región.

Por supuesto, ninguna época está exenta de problemas y siempre hay cosas que podrían haberse hecho mejor. Por eso, si bien los años noventa fueron positivos, no se alcanzaron, ni de lejos, los objetivos necesarios. Así pues, consideremos qué enseñanzas podemos extraer de la experiencia de esa década y también de los últimos años para que la región sea más resistente a las crisis y registre un crecimiento más vigoroso.

La región tampoco debe dar la espalda a la globalización. Los países en desarrollo, incluidos los de América Latina, deben sumarse sin reservas a la globalización, si bien han de adaptarse a la nueva situación en formas más sutiles. ■

## El G-7 proporcionará respaldo sustancial a África

(Continuación de la página 49) y Estados Unidos adoptará medidas para crear empleo, fomentar la formación de capital y el ahorro, y aumentar la productividad.

Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido integran el G-7. Rusia también participa en algunas de las reuniones del grupo, (que se convierte en el G-8)), así como representantes del Banco Mundial, el FMI y la Unión Europea.

Los ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales, que se reunieron antes de la cumbre del G-8 que se celebrará en Evian, Francia, en junio, señalaron que han puesto en marcha el plan de acción aprobado en abril de 2002 para prevenir y resolver las crisis financieras en países emergentes.

Con respecto a los principales programas aprobados por el FMI, expresaron su satisfacción por la aplicación de políticas económicas acertadas y reformas sociales en Brasil y manifestaron que esperan que Argentina garantice nuevamente la ejecución de los contratos y dialogue con sus acreedores privados en el marco de los esfuerzos por cumplir los compromisos contraídos con el FMI. También expresaron su satisfacción por la determinación de Turquía de aplicar el programa de estabilización económica y financiera acordado con el FMI.

### Propuestas complementarias de la deuda

Con respecto a la iniciativa del FMI de adoptar un mecanismo colectivo para la reestructuración de la deuda soberana, los ministros de Hacienda y los gobernadores de bancos centrales reconocieron que existe una gran variedad de opiniones y de soluciones posibles. Manifestaron su satisfacción por la respuesta positiva del sector privado a las cláusulas de acción colectiva y la labor iniciada con el sector público sobre cláusulas

tipo. Esperan que se adopten cuanto antes cláusulas eficaces de acción colectiva y que el FMI presente una propuesta concreta sobre el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana para debate en las reuniones de abril. Expresaron su satisfacción por la labor complementaria para la elaboración de un código de conducta basado en principios de negociación e instaron al FMI a mejorar la prevención de crisis, entre otros medios, mediante el mejoramiento de la supervisión.

Las propuestas para adoptar cláusulas de acción colectiva en los contratos de bonos cobraron fuerza el 24 de febrero cuando México anunció que lanzará una emisión de US\$1.000 millones que incluirá estas cláusulas, que permitirán a la mayoría de los inversionistas decidir la forma de renegociar la deuda de un país. El FMI expresó su satisfacción por esta decisión y señaló que constituye un paso importante hacia el establecimiento de cláusulas de acción colectiva como práctica estándar en el mercado de Nueva York y otros mercados de acuerdo con las prácticas adoptadas desde hace tiempo en Londres y Luxemburgo. El FMI también señaló que la inclusión de este tipo de cláusulas complementa el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana propuesto.

Las autoridades no se refirieron explícitamente al plan propuesto por el Ministro de Hacienda del Reino Unido, Gordon Brown, sobre un nuevo mecanismo financiero que duplicaría la asistencia a los países más pobres hasta US\$100.000 millones anuales para 2015. Sin embargo, señalaron que es necesario afrontar con decisión el problema de la pobreza en el mundo.

Las autoridades del G-7 indicaron que están dispuestos a proporcionar respaldo sustancial a los países africanos que han adoptado los principios de la Nueva Asociación para el Desarrollo de África. ■

En noviembre, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un proyecto piloto de 12 meses que ampliará notablemente la aportación del FMI a la lucha contra el lavado de dinero y la financiación del terrorismo. El Directorio incluyó las 40 recomendaciones del Grupo de Acción Financiera sobre el marco eficaz para luchar contra el lavado de dinero y ocho recomendaciones especiales sobre la financiación del terrorismo en la lista de ámbitos y códigos y normas conexos que se incorporaron en la labor operativa del FMI.

El Grupo de Acción Financiera es un órgano intergubernamental con una secretaría en París que tiene por objeto elaborar y fomentar políticas para luchar contra la financiación del terrorismo. El G-7 instó a este grupo a fomentar la aplicación de medidas para congelar los activos de los terroristas, lo alentó a llevar a cabo un seguimiento más eficaz de las instituciones financieras informales y filantrópicas y señaló que espera que este grupo presente nuevas recomendaciones a más tardar en junio.

Las propuestas para adoptar cláusulas de acción colectiva en los contratos de bonos cobraron fuerza el 24 de febrero cuando México anunció que lanzará una emisión de US\$1.000 millones que incluirá estas cláusulas.

### Lucha contra la financiación del terrorismo

El G-7 ha instado al FMI y al Banco Mundial a intensificar su labor de asistencia a los países en la lucha contra la financiación del terrorismo. En las reuniones de abril se presentará un informe conjunto provisional preparado por ambas instituciones.

Al término de su reunión en febrero, los ministros de Hacienda y los gobernadores de bancos centrales instaron a todos los países a aplicar las leyes para luchar contra la financiación del terrorismo y asegurar su cumplimiento. Señalaron asimismo que seguirán proporcionando asistencia técnica a los países que no han establecido medidas adecuadas para luchar contra la financiación del terrorismo e instaron al FMI y al Banco Mundial a intensificar sus evaluaciones y su asistencia técnica en coordinación con las Naciones Unidas.

## ¿Está el mundo al borde de un ataque de nervios?



Krugman: Dado que los principales motores de la economía mundial se muestran vacilantes, no puede descartarse el peligro de un grave colapso económico mundial.

**L**a economía estadounidense se muestra átona; las cifras recientes de la economía europea se sitúan en un nivel menos satisfactorio del previsto, y la economía japonesa sufre una depresión que ya dura una década. Para Paul Krugman, de la Universidad de Princeton, no puede descartarse la posibilidad de que el mundo esté al borde de un grave quebranto económico. En una reciente conferencia, en la Universidad de Georgetown, Krugman manifestó desaliento ante la posibilidad de que los responsables de la política económica no estén actuando con suficiente energía para impedir otra

*Gran Depresión, por más que se conocen sobradamente los remedios que permitirían conjurarla.*

Krugman, que dictó la Conferencia Razin sobre Política Económica, señaló que a principios del siglo XX las recesiones se consideraban poco menos que hechos fortuitos, o el castigo de excesos anteriores. La Gran Depresión cambió todo ese enfoque. Ahora es más común concebir a las recesiones, en parte, como desastres de origen humano que los responsables de la política económica pueden corregir.

### Una política monetaria más flexible

¿Cómo se produjo este cambio? Según Krugman, más útil que analizar la historia económica es reflexionar sobre la experiencia de la Cooperativa de *baby-sitting* de Capitol Hill, Washington, D.C., mediante la cual, en los años setenta, 150 parejas se pusieron de acuerdo para turnarse en el cuidado de los bebés de todos los socios. Para documentar los saldos de los “deudores” y los “acreedores”, la cooperativa adoptó un sistema de vales. Cada vale daba derecho a media hora de cuidado infantil. Una pareja podía acumular vales cuidando a los bebés de otros socios y usarlos más adelante cuando quería salir de noche.

Según Krugman, en su etapa inicial la cooperativa se sumió en una recesión. Los vales disponibles eran tan pocos que las parejas se mostraban reacias a desperdiciarlos saliendo a pasear. Quienes querían hacerlo pero carecían de vales estaban desesperados por tener oportunidades de cuidar bebés. Los miembros —muchos de ellos abogados— trataron de enmendar las normas de la cooperativa para superar la recesión. Algunos pensaban que la causa del problema residía en el comportamiento antisocial de algunos miembros, que no salían demasiado, por lo cual la cooperativa dispuso que cada miembro estaba obli-

gado a hacerlo por lo menos una vez cada pocos meses. Pero esas soluciones jurídicas fueron en vano.

La solución era la que habrían recomendado los economistas: emitir más vales, o, en la jerga económica, flexibilizar la política monetaria. Cada miembro de la cooperativa recibió vales por diez horas adicionales, y se estableció un régimen de afiliación más liberal. Exentos del temor de quedarse sin vales, las parejas se mostraron más dispuestas a salir; aumentaron las oportunidades para quienes querían cuidar bebés y disponer de más vales, y la recesión quedó atrás.

### Los “cuidadores” de la economía

La solución a la Gran Depresión, según Krugman, era tan simple como la solución a la recesión de la cooperativa de Capitol Hill. Ciertos economistas propusieron al Presidente de los Estados Unidos Franklin Roosevelt “emitir más vales”, pero esa solución fue desechada porque era “demasiado sencilla”. No obstante, en definitiva los “cuidadores” de la economía —las autoridades de los bancos centrales y los ministros de Finanzas— debieron adoptar programas más flexibles para sacar de la depresión a la economía mundial.

Según Krugman, las circunstancias económicas actuales no son tan penosas como en el período que precedió a la Gran Depresión. No obstante, los principales motores de la economía mundial —Estados Unidos, la zona del euro y Japón— se muestran vacilantes y no puede descartarse el peligro de un grave colapso económico mundial. En las tres regiones, los responsables de la política económica deben tratar de disipar ese peligro adoptando una política monetaria y fiscal más flexible.

### Un asunto de familia

La Conferencia Razin sobre Política Económica recibió ese nombre en honor de Ofair Razin, que sucumbió en la batalla contra la esclerosis múltiple en 1996, no mucho después de obtener el doctorado en Economía en la Universidad de Georgetown. Su padre, el famoso economista internacional Assaf Razin (véase también “Assaf Razin a los sesenta años de edad”, *Boletín del FMI*, 23 de abril de 2001, página 129), estableció un fondo para una conferencia anual en memoria de su hijo. Jeffrey Sachs, Michael Mussa, Elhanan Helpman y Stanley Fischer han sido algunos de los disertantes.

Krugman señaló que le habría sido imposible rechazar la invitación a dictar la conferencia de este año. Figurando entre los asistentes Assaf Razin; Susan Collins, de la Universidad de Georgetown (asesora de Ofair para la elaboración de su tesis), y Robert Flood, del FMI, el acontecimiento representaba para él, en gran medida, “un asunto de familia”.

Krugman sostiene que si bien los encargados de la política económica han venido adoptando las medidas adecuadas, no lo han hecho en forma suficientemente vigorosa. Japón ha sido el peor transgresor. Su banco central logró su autonomía hace apenas seis años y está decidido a aplicar las medidas monetarias responsables que harían de él “el modelo ideal de un banco central moderno”. Sin embargo, hoy día “actuar irresponsablemente es la única vía de acción responsable” en materia de política monetaria. El Banco de Japón, con mucho desgano, redujo a cero las tasas de interés, pero es preciso que adopte medidas heterodoxas para introducir liquidez en la economía japonesa.

Krugman agregó que los europeos, al aplicar medidas monetarias y fiscales rígidas para hacer realidad su sueño de una moneda común, se han metido en un cepo. Al Banco Central Europeo le preocupa excesivamente la estabilidad de los precios. No ha reducido suficientemente las tasas de interés, aunque tiene margen para hacerlo. Algo anda mal, según Krugman, cuando los comentarios del Presidente de la Comisión Europea hicieron que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento recibiera en vastos círculos la denominación de “Pacto de la Estupidez”.

El Gobierno de Estados Unidos, por el contrario, no ha dado muestras de temer los déficit, por lo menos a nivel federal. Krugman se pregunta, sin embargo, por qué los planes de estímulo fiscal considerados están orientados hacia el más largo plazo y no hacia el “aquí y ahora”. “¿Por qué estamos estimulando la eco-

nomía de 2010?” se preguntó. Además, Estados Unidos tiene “su propia versión del Pacto de la Estupidez”: la obligación, contenida en muchas constituciones estatales, de mantener año tras año el equilibrio presupuestario. A su juicio, la contracción fiscal a nivel estatal atenuará todo estímulo fiscal que se brinde a nivel federal.

Más favorable es la opinión de Krugman sobre la conducción de la política monetaria estadounidense. El Sistema de la Reserva Federal redujo enérgicamente —al 1,25%— la tasa de interés inherente a su política. Además, en noviembre de 2002, su Gobernador, Ben Bernanke, indicó que el Sistema Federal no vacilará en adoptar rápidamente otros mecanismos de inyección de liquidez en la economía en caso de que las tasas de interés lleguen a cero. Según Bernanke, la responsabilidad de preservar la estabilidad de los precios . . . implica, en forma sumamente clara, evitar la deflación en la misma medida que la inflación.

Krugman concluyó expresando que la experiencia de la Gran Depresión llevó al descubrimiento de un “antibiótico milagroso” para garantizar que la experiencia jamás se repitiera. Pero como las recesiones ocurridas desde entonces han sido mucho más moderadas, la gente se ha acostumbrado a utilizar remedios más suaves. A su juicio ha llegado la hora de abandonar los “remedios homeopáticos” y sustituirlos por el antibiótico de una vigorosa creación de liquidez. ■

Prakash Loungani  
Departamento de Relaciones Externas, FMI



En el caso de Japón, hoy día “actuar irresponsablemente es la única vía de acción responsable” en materia de política monetaria.

—Paul Krugman

## Publicaciones recientes

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

03/02: “A Comparison Between Two Public Expenditure Management Systems in Africa”, Ian C. Lienert

03/03: “How Much Leverage Is Too Much, or Does Corporate Risk Determine the Severity of a Recession?” Iryna V. Ivaschenko

03/04: “What Determines the Reservation Wages of Unemployed Workers? New Evidence from German Micro Data”, Eswar S. Prasad

03/05: “Optimal Monetary Policy in a Small Open Economy with Habit Formation and Nominal Rigidities”, Woon Gyu Choi y Yongseung Jung

03/06: “Small African Stock Markets—The Case of the Lusaka Stock Exchange”, Heloisa Marone

03/07: “Currency Demand, the Underground Economy, and Tax Evasion: The Case of Guyana”, Ebrima A. Faal

03/08: “What Determines the Implementation of IMF-Supported Programs?” Anna Ivanova, Wolfgang Mayer, Alexandros T. Mourmouras y George C. Anayiotos

03/09: “Inflation Targeting Regimes”, Alina Carare y Mark R. Stone

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

03/23: Federated States of Micronesia

03/24: Nicaragua

03/25: Grenada

03/26: Grenada: Statistical Appendix

### Otros

*Japan's Lost Decade: Policies for Economic Revival*, Timothy Callen y Jonathan Ostry (US\$28)

*Manual de estadísticas de finanzas públicas 2001* (US\$50)

Los pedidos deben dirigirse a: IMF Publication Services, Box X2003, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430; fax: (202) 623-7201; correo electrónico: publications@imf.org.

En el sitio [www.imf.org](http://www.imf.org) se publica información en inglés sobre el FMI, entre la que se incluye la versión completa del *Boletín del FMI*, el *Suplemento anual del Boletín del FMI, Finanzas & Desarrollo*, el catálogo actualizado de publicaciones y los tipos de cambio diarios del DEG con respecto a 45 monedas. El texto completo en inglés de todos los documentos de trabajo del FMI y de los documentos de análisis de política económica también puede consultarse en dicho sitio. En [www.imf.org/external/spa/index.htm](http://www.imf.org/external/spa/index.htm) se presenta una selección de documentos en español.

## Las edades de la transición económica

Una proporción sorprendente-mente grande de trabajadores mayores pueden verse perjudicados por las reformas de mercado que estimulan la creación de empresas.

*En las economías en transición, las nuevas empresas parecen tener preferencia por contratar trabajadores jóvenes, lo que puede poner en desventaja a las generaciones de más edad a medida que se amplía el sector privado. En un estudio reciente del FMI, Svend E. Hougaard Jensen (Director de Estudios del Centro de Investigaciones Económicas y Empresariales), Tobias Rasmussen (economista del Departamento de Europa II del FMI) y Thomas Rutherford (profesor de la Universidad de Colorado) examinaron la relación entre el acelerado crecimiento de las empresas en los países del antiguo bloque soviético y la forma en que la distribución del ingreso varía en función de la edad.*

En promedio, la edad de los miembros del Gabinete de Estonia es de solo 46 años; dos de los 14 ministros tienen menos de 30 años. Mart Larr, el Primer Ministro del país tras la independencia, en 1991, tenía 32 años cuando asumió sus funciones. Esta concentración de jóvenes en los niveles superiores de gobierno refleja la conmoción generacional que tiene lugar en muchas de las antiguas economías de planificación centralizada, en que los jóvenes parecen haberse beneficiado, en muchos casos, a expensas de las personas de más edad.

Esa presunción es respaldada por la evolución de los mercados de trabajo. En los países bálticos, por ejemplo, una proporción abrumadora de las nuevas empresas tienden a emplear a trabajadores muy jóvenes. En 1998, en promedio la probabilidad de estar empleada en una empresa creada después de finales de los años ochenta era más del doble para una persona menor de 30 años que para una de más de 50. Por lo tanto, los trabajadores de más edad no se beneficiaron mayormente de los salarios más altos ni del vigoroso crecimiento de las empresas nuevas.

Si las generaciones de más edad no participan en los beneficios de las reformas de mercado es probable que se opongan a ellas y que voten en contra de las mismas aun cuando tengan evidentes beneficios a largo plazo. Jensen, Rasmussen y Rutherford examinan el vínculo entre el crecimiento impulsado por el sector empresarial y los ingresos de los diferentes grupos de edades, y llegan a la conclusión de que una proporción sorprendentemente grande de trabajadores mayores pueden verse perjudicados por las reformas de mercado que estimulan la creación de empresas.

### La edad y el espíritu empresarial

En todos los países del antiguo bloque soviético surgen nuevas empresas, algunas recientemente privatizadas y otras de reciente creación. Las reformas de mercado han reforzado los incentivos a la actividad del sector privado, y la integración con los mercados mundiales ha abierto nuevos canales para el comercio

y la difusión del saber, lo que ha estimulado la creación de empresas.

La introducción de un sistema de libre empresa es un aspecto medular de la transición que tiene lugar en las antiguas economías planificadas; de ahí la importancia del espíritu de empresa. De hecho, puede sostenerse que el éxito o el fracaso de una economía en transición depende de su capacidad de promover el surgimiento de empresarios del sector privado. Por lo tanto, es importante comprender qué factores promueven el espíritu de empresa y las consecuencias que las reformas de mercado tienen en la economía.

Es necesario proteger el derecho de propiedad para que los empresarios se sientan animados a invertir. Establecer una nueva empresa implica un costo fijo, y los empresarios deben confiar en que podrán recuperarlo, aunque tarden años en obtener ganancias. Como la productividad de una economía depende del número de personas que opten por efectuar inversiones de ese género, los beneficios tardan mucho en materializarse plenamente.

La estructura del empleo en las nuevas empresas lleva a pensar que la capacidad empresarial está vinculada a la edad de los trabajadores. Los jóvenes pueden ser más aventureros, poseer aptitudes que hagan más atractivos sus servicios para las nuevas empresas o sentirse más inclinados a adquirir las aptitudes necesarias. De todos modos, los trabajadores de menor edad son los que tienen más posibilidades de beneficiarse. La conexión entre edad y espíritu de empresa es evidente en todas partes, pero en especial en las economías en transición.

En Lituania, por ejemplo, en 1998 las empresas creadas después de 1988 concentraban el 44% de los trabajadores menores de 30 años pero solo el 17% de los mayores de 50. La mediana del salario neto era 8% mayor en esas nuevas empresas que en las más antiguas, y para los trabajadores de menos de 30 años era 9% mayor que para el total de la población. No cabe prever una estructura muy diferente en otras economías en transición.

En la creación de empresas, tanto la inversión como el papel de los diferentes grupos de edades están vinculados a la formación del saber. Un empresario que desarrolla un servicio local basado en Internet y un adolescente que decide aprender las más recientes técnicas

**Fotos:** Denio Zara, Padraic Hughes, Pedro Márquez y Michael Spilotro del FMI, págs. 49, 51, 54, 55, 58, 59, 63 y 64; Jacques Demarthon de AFP, pág. 49; Heriberto Rodríguez de Reuters, pág. 50; Jean-Paul Pelissier de Reuters, pág. 53; Valerii Corcimari de Reuters, pág. 56, y Samuel Otoo del Banco Mundial, págs. 60 y 61.



de programación de software invierten en nuevos conocimientos. En gran medida, la infraestructura empresarial de una economía es, por lo tanto, la expresión física del saber en la misma medida en que lo es la base de aptitudes de la población. En definitiva, lo que importa para el progreso económico es, cada vez más, el acervo de conocimientos productivos.

Aunque, en sentido amplio, promover el saber es esencial para lograr mayor prosperidad, ello no será necesariamente beneficioso para las personas de más edad. Primero, no es probable que las generaciones mayores puedan obtener los nuevos puestos de trabajo mejor remunerados ni que puedan aprovechar a largo plazo los beneficios del incremento del ingreso. Segundo, un cambio drástico del entorno económico puede tornar obsoletas las aptitudes tradicionales y reducir el valor del saber que poseen los trabajadores de más edad.

Jensen, Rasmussen y Rutherford crearon un modelo económico que analiza la variación de la distribución intergeneracional del ingreso provocada por las reformas de mercado y la creación de empresas. Sus resultados indican que la transición a un nivel de ingresos mayor puede provocar no solo mayor desigualdad, sino también una reducción absoluta del ingreso de las generaciones de más edad. En algunos casos, una política que beneficia a todas las futuras generaciones puede empeorar la situación de más de la mitad de la población inicial.

### Subsistencia de las reformas

La posibilidad de que las medidas que promueven el crecimiento económico impongan una carga a las personas de mayor edad es sumamente inquietante. Es muy posible que las reformas de mercado orientadas a estimular la actividad del sector privado reciban un voto desfavorable, aunque se admita que son necesarias para la prosperidad futura.

El conflicto intergeneracional en cuanto a los objetivos surge así como un probable obstáculo a la reforma de mercado. Las generaciones de más edad pueden temer el surgimiento de un sector privado dinámico porque no esperan estar en condiciones de aprovechar las oportunidades de empleo o de gozar de los consiguientes beneficios a largo plazo. Además pueden verse marginados por los grandes cambios del entorno económico. En general, las generaciones mayores tienen menor capacidad de adaptación, por lo cual es probable que se opongan, más que los jóvenes, a los cambios radicales. Estos argumentos pueden ayudar a explicar por qué las reformas de mercado han sido lentas en las economías en transición y por qué, al parecer, las generaciones de más edad suelen apoyar a los políticos de la vieja guardia.

Los autores demuestran que la variación de la distribución intergeneracional del ingreso ha sido uno de los obstáculos a las reformas de mercado en las economías en transición. Para conseguir amplio apoyo a la reforma es conveniente que las autoridades económicas tengan en cuenta las preocupaciones de los segmentos de población de más edad y de menos edad. Para ello puede ser necesario canalizar parte de los ingresos que generen las reformas hacia programas orientados a las personas cuyos servicios resultan prescindibles en el cambiante panorama económico. ■

Tobias Rasmussen  
Departamento de Europa II, FMI

El Working Paper No. 02/180, "Economic Transitional, Entrepreneurial Capacity, and Intergenerational Distribution", puede adquirirse al precio de US\$15 el ejemplar, dirigiéndose a IMF Publication Services. Véanse las instrucciones de pedido en la página 55. El texto completo, en inglés, puede consultarse en el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

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

### Comunicados de prensa

- 03/18: Camboya: El FMI concluye el sexto examen del programa respaldado por el SCLP y aprueba un crédito de US\$12 millones, 20 de febrero
- 03/19: República Kirguisa: El FMI concluye en principio el segundo examen del acuerdo trienal en el marco del SCLP y aprueba la solicitud de dispensa del cumplimiento de criterios de ejecución, 21 de febrero
- 03/20: Los funcionarios del FMI y las autoridades de Uruguay convienen en las bases del programa económico para 2003, 21 de febrero
- 03/21: Los funcionarios del FMI y Bolivia convienen en un programa económico para 2003, 22 de febrero
- 03/22: Albania: El FMI concluye el primer examen y aprueba un crédito de US\$5 millones en el marco del SCLP, 26 de febrero

- 03/23: El Estado Islámico del Afganistán liquida sus atrasos, 27 de febrero
- 03/24: Lituania: El FMI concluye el tercer examen en el marco de un acuerdo de derecho de giro, 27 de febrero

### Notas de información al público

- 03/13: El FMI concluye la consulta del Artículo IV de 2002 con Chipre, 14 de febrero
- 03/14: El FMI concluye la consulta del Artículo IV de 2002 con San Vicente y las Granadinas, 14 de febrero
- 03/15: El FMI concluye la consulta del Artículo IV de 2002 con Maldivas, 19 de febrero
- 03/16: El FMI concluye la consulta del Artículo IV de 2002 con Barbados, 21 de febrero

### Transcripciones

- Conferencia de prensa de Thomas C. Dawson, Director del Departamento de Relaciones Externas del FMI, 13 de febrero

La variación de la distribución intergeneracional del ingreso ha sido uno de los obstáculos a las reformas de mercado en las economías en transición.

Entrevista a R. Gastón Gelos y Shang-Jin Wei

## La transparencia puede atenuar la inestabilidad extrema en los mercados emergentes

En una crisis, los fondos tienden a huir en mayor medida de países menos transparentes.

—R. Gastón Gelos

**L**as economías en desarrollo pueden desestabilizarse cuando se retiran súbitamente capitales de sus mercados. ¿Cómo pueden los mercados emergentes contener estas salidas? Dos economistas del FMI, R. Gastón Gelos y Shang-Jin Wei, plantean que una mayor transparencia puede tranquilizar a los inversionistas y reducir la probabilidad de que se retiren del mercado durante fases descendentes.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Por qué decidieron abordar el tema de la transparencia y el comportamiento de los inversionistas?

**GELOS:** Desde la crisis de México y sobre todo después de la crisis de Asia, se ha hablado mucho en el FMI sobre el papel de la transparencia para evitar crisis en los mercados emergentes. La opinión general es que debe fomentarse la transparencia en los países miembros. De hecho, la propia institución ha procurado incrementar su transparencia pero, curiosamente, son muy pocos los estudios empíricos en que se examina, por una parte, la relación entre la inestabilidad de los mercados financieros, la incidencia de las crisis y el comportamiento de los inversionistas internacionales, y por otra, la transparencia.

**WEI:** El FMI ha venido realizando una gran labor para fomentar la transparencia en los países miembros, sobre todo, mediante los informes sobre la observancia de los códigos y normas (IOCN). En nuestro estudio, uno de los indicadores de la transparencia se basa, en gran medida, en la información que se obtiene de estos informes. Apoyándonos en parte en los IOCN, sostenemos que una mayor transparencia ejerce un efecto significativo sobre la capacidad de los países para atraer inversión internacional.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Qué tipos de transparencia examinaron?

**WEI:** Analizamos la transparencia de las actividades de las empresas y dos facetas de la transparencia en el ámbito público, a saber, la forma en que se recopila y divulga la información macroeconómica, y la forma en que se aplican las políticas monetarias y fiscales. Nuestros resultados indican que a los administradores les interesan, evidentemente, las tres dimensiones ya que parecen invertir más en países que obtienen calificaciones altas en esos ámbitos.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Qué impide a los países incrementar su transparencia, si es por su propio interés?

**WEI:** En ciertos casos los países no se dan cuenta de las ventajas. La labor del FMI en el ámbito de las normas y los códigos procura ayudarlos a apreciar el valor de la transparencia y desarrollar capacidad técnica para

mejorarla. En nuestro estudio demostramos que es conveniente que el país sea más transparente. Ello no significa necesariamente que las personas que ocupen puestos privilegiados en el sector público se beneficiarán de esa mayor transparencia. En general, los países con una adecuada gestión de gobierno y un marco institucional sólido son los que suelen empeñarse en mejorar la transparencia.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Existe alguna distinción entre la transparencia y la precisión o credibilidad de la información?

**WEI:** La transparencia abarca precisión en la información y que ésta sea completa. La divulgación puntual de información falsa no confiere a un país mayor transparencia. No obstante, es muy difícil cuantificar la calidad de la información. Los inversionistas tienen que separar la información acertada de lo que no es más que ruido. En países menos transparentes, las noticias tienen un alto coeficiente ruido/información y la ciudadanía generalmente reacciona restándole importancia a cierta información.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Por qué deben los administradores de fondos de inversión preferir la transparencia? ¿Cree usted que los países no transparentes adquieren ventajas si tienen buenos contactos?

**WEI:** La transparencia es un mecanismo para actuar en forma justa. Aunque un determinado inversionista posiblemente tenga acceso a información privilegiada, e incentivos para que se mantenga así, ello es muy dañino para el conjunto del país. Cuando no cuentan con información, todos los inversionistas se perjudican. En esencia, la transparencia resuelve el tema de la equidad permitiendo que todos dispongan de la misma

### Tasas del FMI

Semana del	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
24 de febrero	1,81	1,81	2,32
3 de marzo	1,76	1,76	2,25

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 del euro, el yen japonés, la libra esterlina y el dólar de EE.UU. que 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.

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

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

información. Por definición, el número de personas con información privilegiada en un entorno opaco es muy reducido. La mayoría de los inversionistas optarán por alejarse y el efecto para el país será una disminución del precio de sus activos.

**GELOS:** Depende de las características exactas de la asimetría en la información, es decir, hay que saber quiénes saben qué. Uno puede pensar que estos administradores son expertos en la tarea de superar obstáculos de la información y que posiblemente estén mejor ubicados para resolver estos problemas. Por lo tanto, si la transparencia tiene efectivamente algún efecto sobre esta categoría de inversionistas, es muy probable que sea menos evidente. Si a esos administradores les preocupa la opacidad de los mercados emergentes, la aversión de los inversionistas individuales será incluso mayor. Al respecto, constatamos que en las carteras de mercados emergentes el número de activos en países menos transparentes es menor.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿En qué se fijan más los administradores de fondos: en la calidad de la información declarada por las empresas en que invierten o en los datos macroeconómicos globales del país?

**GELOS:** Se fijan en ambos factores. Sobre todo en los mercados emergentes, la situación y las políticas macroeconómicas del país son factores determinantes del rendimiento. Un administrador puede conocer a fondo todas las empresas, pero si el gobierno emprende súbitamente una política que crea distorsiones, disminuirá el rendimiento de las empresas.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Cómo puede una mayor transparencia incidir positivamente en una crisis?

**GELOS:** Los fondos tienden a huir en mayor medida de países menos transparentes. En general, los fondos se reasignan de un país a otro.

**WEI:** Los países de menor transparencia tienden a inducir en los fondos internacionales de inversión un comportamiento de rebaño cuando los administradores imitan las decisiones de cartera de sus homólogos. Hay quienes sostienen que ello contribuye a una mayor inestabilidad en el mercado. Por lo tanto, parecería que una mayor transparencia desincentiva ese comportamiento y que ello, a su vez, fomenta la estabilidad de los mercados financieros de los países.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿En qué medida puede decirse que este comportamiento de rebaño es irracional?

**GELOS:** Este fenómeno puede ser muy racional dependiendo de la forma en que el mercado se entera por primera vez de algún acontecimiento. Si todos los inversionistas reciben información poco clara, puede ser racional fijarse únicamente en lo que hacen los otros inversionistas y, en el caso más extremo, hacer caso omiso de la información de que disponen.

**WEI:** Si bien puede tener sentido en algunos casos, no es eficiente desde el punto de vista social. En merca-

dos emergentes, como el de Corea durante la crisis de Asia, este comportamiento no se limitó a la forma en que se reaccionó a información básica de conocimiento común. Ello parece indicar que al menos una proporción de las operaciones correlacionadas no se debe al hecho de que se esté compartiendo información que todos conocen. La correlación de las operaciones, condición esencial para que exista el comportamiento de rebaño, parece estar sistémicamente relacionada con el grado de opacidad en esos países.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿En qué ámbitos deben centrarse los gobiernos para ofrecer mayor transparencia a los inversionistas internacionales?

**WEI:** La transparencia de las empresas y de la política macroeconómica probablemente sean los factores que más incidan en la capacidad para atraer inversión internacional.

**GELOS:** Concretamente, los gobiernos pueden atenerse a las directrices que ha formulado el FMI para conferir mayor transparencia al proceso fiscal y a la aplicación de la política monetaria. Con respecto a las empresas, el gobierno puede establecer pautas de mayor alcance, desde normas contables hasta la reglamentación del mercado bursátil.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Cuáles son las conclusiones clave de su estudio?

**WEI:** Desde que se produjo la crisis de Asia, se ha insistido en que los flujos internacionales de capital son muy volátiles y que los inversionistas internacionales, incluidos los fondos de inversión colectiva y los fondos de pensiones, adoptan comportamientos como el de rebaño. Ello crea la impresión de que los mercados emergentes no son más que víctimas inocentes de la inestabilidad de los flujos internacionales de capital. El grado de volatilidad de dichos flujos posiblemente varía significativamente entre un mercado emergente y otro. Estas diferencias están sistémicamente relacionadas con las características de los países, como su transparencia, y ello tiene importantes repercusiones de política. Los países en desarrollo no pueden simplemente declarar que “el desorden internacional es tal que cada vez que abrimos nuestras puertas salimos perjudicados”. La capacidad de un país para reducir esos efectos negativos está relacionada con la transparencia y las políticas adoptadas. En consecuencia, la atención debe centrarse en reformas internas para mejorar la transparencia como elemento esencial de la estrategia en pro de la globalización financiera. ■

El Working Paper No. 02/174, “Transparency and International Investor Behavior”, de R. Gastón Gelos y Shang-Jin Wei, puede adquirirse al precio de US\$15 el ejemplar, dirigiéndose a IMF Publication Services. Véanse las instrucciones de pedido en la página 55. El texto completo, en inglés, puede consultarse en el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

Los países en desarrollo no pueden simplemente declarar que “el desorden internacional es tal que cada vez que abrimos nuestras puertas salimos perjudicados”.

—Shang-Jin Wei



## CEI-7: La cooperación regional y la identificación del país con las reformas son factores esenciales

Gaidar sostuvo que la reforma en Rusia no llegó al punto de inflexión hasta el momento en que las autoridades tomaron la iniciativa respecto al diseño de las estrategias.

*D*iez años después de abandonar el sistema de planificación centralizada, Armenia, Azerbaiyán, Georgia, Moldova, la República Kirguisa, Tayikistán y Uzbekistán —los siete países miembros más pobres de la Comunidad de Estados Independientes (CEI-7)— todavía tienen mucho camino que recorrer para instaurar las estructuras e instituciones económicas necesarias para mantener un sólido crecimiento y elevar los niveles de vida. En una reunión celebrada en Lucerna, Suiza, los días 20–22 de enero, representantes de los gobiernos y organizaciones de la sociedad civil de los CEI-7, organismos multilaterales, países donantes, mundo académico y ONG internacionales subrayaron la importancia de la coordinación entre los donantes, el buen gobierno y la identificación de los países con las reformas, el fortalecimiento de las capacidades y la cooperación regional.

Al inicio de la presente década estaba claro que habría que adoptar medidas más vigorosas para que los siete países más pobres de la CEI mantuvieran la estabilidad macroeconómica que habían alcanzado en los años noventa, con la deuda externa en aumento en algunos de ellos, y, al mismo tiempo, estimularan el crecimiento y redujeran la pobreza. La Iniciativa para los CEI-7, como señaló Shigemitsu Sugisaki, Subdirector Gerente del FMI, al comienzo de la conferencia, surgió de la necesidad de crear una nueva asociación para ayudar a resolver los problemas de la región. La firme determinación de cada uno de estos países para implementar las reformas habría de complementarse con la disposición de la comunidad internacional a prestar asistencia financiera y técnica.

En parte, esta iniciativa supone examinar de nuevo las enseñanzas de los 10 últimos años —incluido el papel de la comunidad internacional— y crear un nuevo impulso para avanzar. La conferencia de Lucerna se diseñó pensando en facilitar este esfuerzo. Los principales oradores fueron Kaspar Villiger, Ministro de Hacienda de Suiza; Yegor Gaidar, ex Primer Ministro de Rusia y actualmente Director del Instituto de Economía en Transición; George Soros, Director de la Fundación Soros, y Chingiz Aitmatov, distinguido autor y actual embajador de la República Kirguisa ante la Unión Europea y la OTAN. El debate cristalizó en un consenso bastante claro sobre las prioridades, tanto para las autoridades de los respectivos países como para la comunidad internacional.

### En retrospectiva

¿Qué enseñanzas pueden extraerse de la experiencia de estos siete países de la CEI? Entre otras cuestiones, los participantes discutieron si la comunidad internacional

podría haber hecho más para facilitar el proceso de transición y si se podría haber evitado la acumulación de deuda externa. Quedó claro que las instituciones financieras internacionales —y la comunidad internacional en general— habían subestimado el alcance de la distorsión creada por la ruptura de la Unión Soviética y el tiempo necesario para instaurar la capacidad institucional que permitiera poner en marcha eficazmente las reformas. Las proyecciones iniciales respecto a una rápida reanudación del crecimiento reflejan este exceso de optimismo. En los documentos presentados se criticaron algunos aspectos del papel desempeñado por la comunidad internacional en las primeras etapas de la transición pero no se propusieron enfoques sustancialmente distintos para la región.

Los representantes de los gobiernos de los CEI-7 reconocieron el valor del asesoramiento en materia de políticas, del fortalecimiento de las capacidades y de la asistencia financiera que sus países habían recibido de las instituciones financieras internacionales, pero los participantes coincidieron ampliamente en que, para que los programas de reforma funcionen, es necesario que las autoridades se marquen su propio rumbo basándose en la experiencia del país. Gaidar sostuvo que la reforma en Rusia no llegó al punto de inflexión hasta el momento en que las autoridades tomaron la iniciativa respecto al diseño de las estrategias. El enorme éxito de la reforma tributaria en los últimos años contrasta acusadamente con los esfuerzos anteriores que se vieron frustrados por la falta de identificación con las medidas.

Asimismo, como señaló Marat Sultanov (parlamentario de la República Kirguisa), los organismos financieros internacionales habían ayudado a acumular deuda tanto como a crear instituciones. De hecho, la capacidad para obtener en préstamo montos sustanciales contribuyó a la rápida acumulación de deuda externa en varios de estos países. Para los países importadores de energía, un problema adicional fue su incapacidad para reestructurar con determinación el sector de la energía, lo que dio lugar a abultados déficit cuasifiscales que, en última instancia, se convirtieron en obligaciones del Estado.

Los participantes llegaron a la conclusión de que la carga de la deuda externa podría haberse aliviado con una combinación de financiamiento más orientado a las donaciones y los préstamos concesionarios en las primeras etapas de la transición. A falta de créditos “blandos”, estos países tuvieron que endeudarse para evitar un mayor deterioro del nivel de vida. Como indicaron los participantes, los niveles de vida se redujeron acusadamente en los primeros años de la transición para estabilizarse en la segunda mitad de la década.

## Tareas pendientes

El programa de reforma en estos siete países sigue siendo arduo y esencialmente importante, sobre todo, teniendo en cuenta que las perspectivas de crecimiento y reducción de la pobreza a largo plazo dependen en forma crucial de la capacidad de las autoridades para implementar las reformas estructurales. En particular, los países tendrán que lograr que toda aceleración del crecimiento se traduzca en reducción de la pobreza y aumento del nivel de vida. A continuación, se destacan los aspectos prioritarios de las reformas.

**Buen gobierno e instituciones.** Los panelistas coincidieron en la necesidad de hacer frente a la corrupción, mejorar la gestión de gobierno y lograr una mayor identificación nacional con el programa de reformas. Además, una mejor coordinación entre los donantes, posiblemente con ayuda de los documentos de estrategia de lucha contra la pobreza (DELP) y una asignación más focalizada de las prioridades contribuirían a potenciar el proceso.

**Ingresos y gastos.** Los siete países enfrentan disyuntivas difíciles respecto al gasto público, habida cuenta de las limitaciones de financiamiento. Particularmente difícil resulta equilibrar la necesidad de incrementar el gasto social, mantenerse al día en el pago del servicio de la deuda externa y mantener un saldo fiscal sostenible. Los representantes de los países reconocieron la necesidad de mejorar la asignación de los recursos y aumentar la eficiencia del gasto, pero también apelaron a una mayor asistencia de los donantes para ayudarles a superar sus dilemas en materia de política económica. Los llamados a reducir la presión fiscal fueron mínimos, quizá por considerar que hay poco margen para racionalizar en mayor medida la columna de gastos del presupuesto.

**Desarrollo del sector privado.** A juicio de los participantes, el desarrollo del sector privado, con su impacto potencialmente grande sobre el crecimiento, es un elemento crucial del programa de reformas. En los dos últimos años se ha observado una notable mejora del clima empresarial y un descenso de la corrupción, pero los países del grupo CEI-7 todavía van a la zaga de las economías en transición de Europa central y oriental. La idea de reducir la intervención estatal en la economía contó con amplio apoyo, así como la necesidad de eliminar las trabas que sufren las empresas para estimular la afluencia de inversión extranjera a la región. Como señaló la delegación de Georgia, es necesario que los países cambien de mentalidad y respalden el desarrollo después de la privatización.

**Cooperación regional.** Los representantes de los siete países expresaron su satisfacción por el mayor hincapié de las instituciones financieras internacionales en la cooperación regional. Mencionaron muchos aspectos (comercio exterior, transporte, agua, energía, medio ambiente y la lucha contra el SIDA y la tuber-


culosis) en los que el aumento de la cooperación podría ser beneficioso. Si bien la mayor cooperación en el ámbito comercial ha resultado especialmente difícil, los participantes consideraron que es vital porque muchas de estas economías son bastante pequeñas, no tienen litoral y se encuentran a considerable distancia de los mercados de los países industriales. Como medida para mejorar la cooperación, las instituciones financieras internacionales están organizando una serie de seminarios regionales en los que participarán expertos técnicos que compartirán sus experiencias en el diseño y la implementación de soluciones a problemas comunes relacionados con la reforma del sector financiero, la administración tributaria, la gestión del gasto público y la reforma del sector social.

**Mayor acceso, más ayuda.** Los representantes de los países insistieron también en que un crecimiento más sólido depende de factores externos y pidieron un mayor acceso a los mercados de los países industriales, sobre todo, de la Unión Europea (UE). De hecho, Zinaida Gracianai, Ministra de Hacienda de Moldova, destacó la necesidad de que se otorgue a las exportaciones de su país acceso preferencial a los mercados de la UE. Los participantes subrayaron que se necesitaría asistencia adicional de los donantes para ayudar a estos siete países de la CEI a fortalecer sus instituciones y responder mejor a los retos que plantea la implementación de las reformas.

## Un largo camino por recorrer

Pese a que en la conferencia se puso de relieve que estos países tienen un largo camino que recorrer para convertirse en auténticas economías de mercado y elevar el nivel de vida de su población, las respectivas delegaciones se mostraron bastante optimistas respecto al futuro. De hecho, el repunte del crecimiento en los últimos años, a pesar de las fallas de la economía mundial, se ha traducido en una cierta reducción de la pobreza, de lo que se deduce que van por buen camino.

En sus conclusiones, Shengman Zhang, Director Gerente del Banco Mundial, subrayó el consenso en que se necesita una acción concertada para incrementar la asistencia financiera de los donantes y mejorar su coordinación —incluido el alivio de la deuda cuando proceda— a los países que apliquen las medidas acertadas, mejorar la gestión de gobierno y reforzar el sentido de identificación nacional con los programas y la implementación de los mismos, sobre todo, a través de los DELP, fomentar el fortalecimiento de las capacidades para mejorar el diseño y la implementación de las reformas, e intensificar la cooperación regional, especialmente en materia de comercio exterior y energía. ■



El repunte del crecimiento en los últimos años, a pesar de las fallas de la economía mundial, se ha traducido en una cierta reducción de la pobreza, de lo que se deduce que estos países van por buen camino.

## Vínculos mundiales y política económica mundial

En mercados desarrollados, los factores sectoriales mundiales son ahora más importantes que los factores nacionales, mientras que en países de mercado emergente, los factores nacionales determinan en mayor medida la volatilidad de los rendimientos bursátiles.

—Stefano Cavaglia

*La respuesta a la pregunta en qué medida son significativos los vínculos internacionales relacionados con el comercio y los flujos de capital para los inversionistas, las autoridades económicas y las instituciones financieras internacionales parece muy importante. Sin embargo, las relaciones económicas en que se fundamentan estos vínculos suelen ser complejas y no parece que existan recomendaciones fáciles de política económica. Tras la conferencia de dos días organizada por el FMI sobre los vínculos económicos entre países (véase el recuadro de la pág. 64), representantes de los sectores público y privado se reunieron para analizar las repercusiones de política de este fenómeno. En el debate participaron Stefano Cavaglia, Director Ejecutivo de Estrategia Bursátil de UBS Asset Management; Randal Kroszner, del Consejo de Asesores Económicos de Estados Unidos, y Vincent Reinhart, Director de Asuntos Monetarios de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos. Anoop Singh, Director del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI, relacionó el debate con la situación en América Latina.*

El moderador del foro, Ashoka Mody, del Departamento de Estudios del FMI, resumió los resultados de la conferencia a modo de contexto para el debate de política. Señaló que en los estudios se demuestra que el comovimiento entre mercados bursátiles nacionales ha aumentado y es mayor en los siete principales países industriales que en los mercados emergentes, aunque no se observa una tendencia similar con respecto al comovimiento de la actividad real. Sin embargo, la correlación de las tasas de crecimiento del PIB entre los países desarrollados y en desarrollo se ha mantenido estable a lo largo del tiempo. De hecho, en los estudios académicos hay cierto debate con respecto a si la sincronización de la economía real ha aumentado, se ha reducido o se ha mantenido estable.

Además, existe el contraste entre el incremento continuo del comercio entre países y el aumento mucho mayor de la apertura financiera. Los participantes examinaron la evolución de estos vínculos financieros y comerciales y sus repercusiones, así como en qué medida pueden estar relacionados entre sí. Mody subrayó que las grandes perturbaciones mundiales, como la reciente burbuja bursátil, podrían favorecer temporalmente el comovimiento de los mercados financieros. Esto no debe interpretarse como una señal de una mayor integración internacional.

### Vínculos mundiales y acciones

Los mayores vínculos mundiales también son motivo de preocupación para los participantes en los mercados financieros privados. Los gestores de acciones

también se preguntan cuáles son los factores que determinan los precios de las acciones: ¿los factores nacionales o los factores sectoriales mundiales? Según Stefano Cavaglia, en mercados desarrollados, estos últimos son ahora más importantes que los factores nacionales, mientras que en países de mercado emergente, los factores nacionales determinan en mayor medida la volatilidad de los rendimientos bursátiles. Sin embargo, a lo largo del tiempo los factores sectoriales están cada vez más correlacionados a escala mundial. Así, el sector de la tecnología muestra cada vez más el mismo comportamiento en los países desarrollados que en los de mercado emergente. ¿Están las variaciones de precios de las acciones vinculadas con los parámetros fundamentales? Cavaglia opinó que sí. Si los precios de las acciones contienen información sobre el capital productivo, señaló, también podrían contener información sobre el empleo. Por lo tanto, en la transición hacia la globalización los índices de precios de acciones por sector serían un buen indicador anticipado del desempleo sectorial y las autoridades económicas podrían adoptar medidas al respecto.

### Enseñanzas para los macroeconomistas

Vincent Reinhart resumió las enseñanzas que, en su opinión, un macroeconomista debería haber extraído de la conferencia y se refirió a tres cuestiones: la apertura financiera y la inestabilidad del PIB real, las diferencias de gestión empresarial a escala mundial y la forma en que los mayores vínculos financieros afectan a las autoridades económicas de Estados Unidos, país que constituye el núcleo del sistema financiero mundial.

Señalando que la inestabilidad del crecimiento del PIB en Estados Unidos comenzó a reducirse en 1982, Reinhart observó que un macroeconomista atribuiría la reducción a los cambios de comportamiento de los inversionistas y de las compras de bienes duraderos, y a los diferentes ciclos de la industria automovilística. Esta interpretación, indicó, se centra en la experiencia de Estados Unidos y no explica por qué la reducción de la inestabilidad del PIB mundial es incluso mayor. También observó que esta reducción podría atribuirse a la profundización de los mercados financieros, si bien es posible que solo ocurra en el caso de los países maduros con infraestructuras financieras desarrolladas, mientras que los países de mercado emergente podrían ser más vulnerables a las crisis.

Al considerar la gestión empresarial, Reinhart se refirió a las diferencias entre los países que constituyen el núcleo del sistema financiero mundial y los que están en la periferia que deben hacer frente a mayores costos financieros locales que los costos mundiales y, por lo tanto, invertirán menos capital. Esta opinión es

contraria a la teoría, según la cual al liberalizarse la economía, se reduce el costo de los fondos porque los costos mundiales son inferiores a los locales y, por lo tanto, aumenta el capital, lo que favorece a los mercados emergentes. Sin embargo, según Reinhart, el volumen de flujos de capital del núcleo a la periferia no es adecuado en vista de las grandes necesidades de desarrollo de la misma. Supongamos, señaló, que en la periferia se dan más casos de uso indebido de los fondos obtenidos en préstamo, lo que incrementa el costo del capital total. Cuando la periferia se liberalice, el capital será menor, lo que pone de manifiesto la necesidad de mejorar la gestión empresarial en la periferia, así como los códigos y normas internacionales para establecer buenas prácticas.

Por último, Reinhart preguntó si la política monetaria de Estados Unidos ha perdido su eficacia al aumentar los vínculos financieros mundiales. Es difícil predecir cómo se ven afectados los regímenes monetarios, señaló, pero tanto en un régimen de tipo de cambio fijo como de flotación, es más probable que las condiciones económicas se vean afectadas por factores externos. La Reserva Federal tendrá que evaluar los efectos de esos factores en la actividad y la inflación en Estados Unidos y formular su política según sea necesario. En el caso de las economías en la periferia, la política monetaria estadounidense siempre ha tenido una influencia importante y, por lo tanto, los mayores vínculos financieros mundiales no constituyen una razón por la cual deba modificarse considerablemente la ejecución de la política económica en los países de mercado emergente.

### Enseñanzas para América Latina

Anoop Singh analizó el efecto de los mayores vínculos económicos en América Latina. Si bien señaló que el FMI suele defender la liberalización (del comercio, la cuenta de capital y los mercados de capital) en relación con sus efectos sobre la eficiencia y el crecimiento, el *equilibrio* entre el comercio y la integración del capital repercute en la vulnerabilidad y la susceptibilidad de los países frente a las crisis. Además, el equilibrio en América Latina es diferente del de otras regiones porque en esta región la liberalización del capital es mayor que la del comercio.

Por lo tanto, señaló Singh, aunque los coeficientes deuda/PIB en América Latina parecen coincidir con los de otras regiones del mundo, los coeficientes deuda/exportaciones son mucho más altos, lo que constituye un indicador claro de vulnerabilidad. Al ajustarse los tipos de cambio, América Latina podría tener dificultades para lograr el tipo de recuperación impulsada por las exportaciones que ocurrió en Asia oriental. Las economías de América Latina también pueden tener problemas de viabilidad fiscal debido a los posibles efectos de las variaciones de los tipos de cambio en los ingresos y gastos de los presupuestos públicos.

¿Cuál debe ser el paso siguiente? Según Singh, está claro que es necesario centrarse en mayor medida en la liberalización comercial, que, como se ha demostrado, mejora la eficiencia y estimula el crecimiento. Además, los países industriales pueden desempeñar un papel importante proporcionando mayor acceso a los mercados. En general, estas consideraciones parecen indicar que algunos países de América Latina tardarán algún tiempo en recuperarse plenamente de sus dificultades actuales. [Con respecto a las perspectivas de América Latina, véase el discurso del Subdirector Gerente del FMI, Eduardo Aninat, de la página 49.]

### Informe de Estados Unidos

Randal Kroszner se refirió al informe *Economic Report of the President* de 2003 en el que se examina por primera vez la aportación de la política económica estadounidense al desarrollo económico.

Kroszner señaló que los vínculos mundiales podrían causar inestabilidad en países de mercado emergente. Con respecto al aumento de los flujos de capital, reiteró que los países en la periferia tendrán que establecer una adecuada gestión de gobierno y un Estado de derecho, sin los cuales el capital no afluirá a los mismos. Al examinar las cifras con respecto al comercio y al PIB, observó que el volumen del comercio mundial de mercancías casi se ha multiplicado por cuatro desde mediados de los años setenta —de alrededor del 15% del PIB mundial a un 25%— y que la participación en este entorno caracterizado por un mayor volumen de comercio contribuirá a reducir la inestabilidad y fomentará el crecimiento.

Con respecto al tema de la política monetaria y la inflación, Kroszner señaló que la inflación se redujo en el último decenio. A pesar del temor a un repunte explosivo de la inflación en Rusia, Brasil y Argentina, que se enfrentaron con graves dificultades financieras, estos países no experimentaron ningún episodio de hiperinflación como en períodos anteriores, lo que puede atribuirse, señaló, a una mayor competencia monetaria, debido a la globalización, y a las innovaciones tecnológicas que facilitan el intercambio de grandes montos de dinero entre monedas y países. Kroszner también coincidió con Reinhart en que la política monetaria de Estados Unidos tiene mayores efectos a escala mundial y es más difícil para los países desviarse demasiado de los niveles de inflación de Estados Unidos. ■



Panelistas en el foro económico (de izq. a der.): Anoop Singh, Ashoka Mody, Randal Kroszner, Stefano Cavaglia y Vincent Reinhart.



**Laura Wallace**  
Directora

**Sheila Meehan**  
**Jeremy Clift**  
**Elisa Diehl**

**Christine Ebrahim-zadeh**  
**Natalie Hairfield**  
Redactores

**Maureen Burke**  
**Lijun Li**

Ayudantes de redacción

**Philip Torsani**  
Director de artes gráficas

**Julio R. Prego**  
Diseñador gráfico

Con la colaboración de  
**Prakash Loungani**

**Edición en español**

División de Español  
Departamento de Tecnología  
y Servicios Generales

**Lourdes Reviriego**  
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 22 números en español, francés e inglés, además del *Suplemento sobre el FMI* y un índice anual. Las opiniones e información publicadas no representan necesariamente la posición oficial del FMI. Los mapas que se publican para orientar a los lectores provienen de la sexta edición de *Atlas of the World*, de National Geographic; los nombres y las fronteras que aparecen en los mismos no reflejan la posición del FMI con respecto a la situación jurídica de ningún territorio, ni tampoco la conformidad de la institución en relación con dichas fronteras. El material publicado puede reproducirse mencionando la fuente de información. Las cartas a la directora deben dirigirse a: Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-8585; dirección electrónica: [imfsurvey@imf.org](mailto:imfsurvey@imf.org). El *Boletín del FMI* se distribuye por correo aéreo (Canadá, Estados Unidos y México: *first class*; otros países: *airspeed*). El precio de la suscripción anual, para empresas privadas y particulares, es de US\$79. Las solicitudes de pedido deberán dirigirse a: Publication Services, Box X2003, IMF, Washington D.C. 20431, EE.UU. Tel.: (202)623-7430. Fax: (202) 623-7201. Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

10 de marzo de 2003

**Los mayores vínculos económicos tienen amplias repercusiones de política**

El FMI patrocinó una conferencia en Washington los días 30 y 31 de enero con el objeto de analizar cómo han cambiado los vínculos económicos entre países en los últimos años y las repercusiones que han tenido estos cambios para las autoridades económicas de los países desarrollados y de mercado emergente. A la conferencia asistieron académicos, funcionarios del FMI y autoridades económicas de distintos países.

En sus palabras de apertura, Kenneth Rogoff, Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios, señaló que los países están cada vez más interconectados a través de vínculos financieros y comerciales, pero aún no se comprende muy bien el efecto de dichos vínculos en la transmisión de perturbaciones a escala mundial. Concretamente, señaló que las repercusiones de estos vínculos en el comovimiento entre mercados financieros y en la sincronización de los ciclos económicos suelen ser ambiguas en teoría, por lo que es esencial entender mejor los hechos estilizados empíricos sobre el comovimiento real y financiero.

Robin Brooks (FMI) y Marco Del Negro (Banco de la Reserva Federal de Atlanta), Kristin Forbes (MIT) y Menzie Chinn (Universidad de California, Santa Cruz), y Will Goetzmann (Escuela de Administración de Yale), Lingfeng Li (Universidad de Yale) y Geert Rouwenhorst (Escuela de Administración de Yale) examinan en sus estudios el vínculo entre los mercados financieros y la economía real. Históricamente, el coeficiente de correlación entre los rendimientos de las acciones de Estados Unidos y los de otros países desarrollados se ha mantenido en un 0,4%. Sin embargo, desde mediados de los años noventa, ha aumentado considerablemente, situándose en 0,9% en los últimos dos años. En los tres estudios se analiza en qué medida los cambios en las correlaciones de los mercados bursátiles están relacionados con los vínculos financieros (flujos de capital) y reales (comercio) entre países.

Brooks y Del Negro calcularon el vínculo a nivel de empresa entre el comovimiento bursátil internacional y el grado en que las empresas operan a escala mundial. De los resultados se desprende que una empresa que aumenta el componente internacional de sus ventas totales en un 10%, aumenta su riesgo frente a las perturbaciones bursátiles mundiales en un 2% y reduce el riesgo frente a perturbaciones bursátiles relacionadas con un país determinado en 1,5%. Es la primera vez que se observa un vínculo tan amplio y notable a nivel de empresa y los autores atribuyen este resultado a la nueva forma de abordar los errores de medición en los datos y un nuevo enfoque de estimación. Otro resultado del estudio es que el carácter cada vez más global de las empresas contribuye en gran medida al reciente aumento del comovimiento bursátil internacional.

Forbes y Chinn indicaron que históricamente ha sido difícil explicar las correlaciones bursátiles bilaterales desde el punto de los vínculos entre países, como el comercio bilateral y la inversión extranjera directa. Sin embargo, observaron que la importancia del comercio bilateral ha aumentado en los últimos años.

Goetzmann, Li y Rouwenhorst señalaron que existe una relación positiva entre el comovimiento de los mercados bursátiles nacionales y la profundidad de los vínculos internacionales y

se refirieron a algunos episodios históricos que muestran vínculos importantes entre países y que el comovimiento de los rendimientos bursátiles internacionales es mayor, en promedio, durante periodos de integración de los mercados de capital.

En la conferencia también se analizaron las características de los vínculos financieros de alta frecuencia y la función que desempeñan en la transmisión de perturbaciones a los mercados emergentes. Graciela Kaminsky (Universidad de George Washington) y Carmen Reinhart (FMI) examinaron la transmisión de rendimientos bursátiles extremos en mercados maduros a los países en desarrollo y observaron que los rendimientos en mercados emergentes se veían considerablemente afectados a través de los centros financieros regionales. En los estudios de John Griffin y Federico Nardari, ambos de la Universidad de Arizona State, y Rene Stulz (Universidad de Ohio State), y de Hali Edison (FMI) y Francis Warnock (Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos) se examinan los flujos de capital a los países en desarrollo y las tenencias de acciones de mercados emergentes, respectivamente, y se concluye que el ciclo económico mundial, la armonización de las cotizaciones y los certificados americanos de depósito de acciones extranjeras (ADR) desempeñan un papel importante en la determinación de las posiciones en acciones en mercados emergentes.

Por último, los participantes examinaron los factores a largo plazo por los cuales los ciclos económicos y los mercados financieros están cada vez más sincronizados. Sobre este tema, Jean Imbs (London Business School) señaló que la mayor sincronización de los ciclos económicos se debe en parte a que la alineación de la composición sectorial entre países es más estrecha, mientras que Ayhan Kose (FMI), Chris Otrok (Universidad de Virginia) y Charles Whiteman (Universidad de Iowa) indicaron que el comovimiento mundial de la actividad real entre los países desarrollados ha aumentado considerablemente desde los años sesenta a los noventa. Andrew Karolyi (Universidad de Chicago) señaló que las innovaciones financieras como los ADR constituyen un factor institucional importante que facilita el acceso de las empresas de mercados emergentes al capital, aunque advirtió del riesgo de que estos mercados se perjudiquen si la negociación de las acciones más líquidas e importantes se trasladan a bolsas más grandes.



Kristin Forbes

Ashoka Mody y Robin Brooks  
Departamento de Estudios, FMI  
y Kristin Forbes, MIT

Véase más información sobre la conferencia y algunos de los estudios presentados en *Financial Times*, 4 de febrero.