

## Discursos en Asia

### Camdessus esboza los avances en la reforma de la arquitectura y en la recuperación de Asia

Durante la primera semana de su viaje por Asia y Europa, Michel Camdessus, Director Gerente del FMI, pronunció una serie de discursos en la RAE de Hong Kong, Tokio y Seúl, que se presentan a continuación en versiones resumidas. El texto completo en inglés, así como la transcripción de una conferencia que Camdessus celebró con la prensa japonesa el 18 de mayo, pueden consultarse en el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

#### A pesar de los avances, aún quedan pendientes varias tareas

En su intervención del 17 de mayo en la 32ª Asamblea General del Consejo Económico de la Cuenca del Pacífico, en la RAE de Hong Kong, Camdessus describió a grandes rasgos la evolución general de la reforma monetaria internacional centrándose, en particular, en la liberalización de la cuenta de capital.

La crisis de los mercados emergentes, que se inició hace un año y medio, puso de manifiesto deficiencias en el sistema financiero internacional, tanto por el lado de los deudores —en las políticas e instituciones nacionales de los mercados emergentes y los países en desarrollo— como por el lado de los acreedores, especialmente en la capacidad de los inversionistas para realizar una evalua-



En su viaje a los países de Asia oriental, Michel Camdessus, Director Gerente del FMI (der.), se reunió con el Primer Ministro de Japón, Keizo Obuchi.

ción adecuada del riesgo, y de las autoridades responsables de la supervisión para fiscalizar sus actividades. Ha surgido un amplio consenso en torno a la necesidad de emprender inmediatamente una iniciativa de gran envergadura y carácter

(Continúa en la página 162)

## Conferencia sobre economía del desarrollo

### Se analizan la reforma del sistema financiero y las complejidades de la economía del desarrollo

La reforma de la arquitectura financiera internacional, el programa social y la economía de la transición fueron los temas analizados este año en la Conferencia Anual de Bancos sobre Economía del Desarrollo, celebrada durante los días 28 al 30 de abril en el Banco Mundial. Además, se realizaron seminarios paralelos en los que se trató una amplia gama de temas, desde la salud, la seguridad social y la descentralización, hasta los mercados financieros, el comercio exterior y la asistencia externa.

En su discurso de apertura, Kenneth Arrow, profesor emérito de la Universidad de Stanford, hizo hincapié en que la actividad económica suele ser un proceso más complicado que el que describen los modelos sencillos. En vista de ello, es esencial que las autoridades tengan en cuenta el saber como un importante factor de producción. Tanto el nivel de formación como la apertura a las nuevas ideas son factores importantes para determinar la capacidad de aprendizaje de una sociedad.

#### Arquitectura económica

En la sesión inaugural, Dani Rodrik, de la Universidad de Harvard, y Andrés Velasco, de la Universidad de Nueva York, abordaron un

(Continúa en la página 169)

## Índice

161  
Conferencias de Camdessus sobre las reformas financieras y la recuperación en Asia

161  
Conferencia sobre economía del desarrollo

163  
Publicado en Internet

166  
Reformas del sector financiero en Corea

168  
Algunas tasas del FMI

170  
Publicaciones recientes

171  
Bulgaria: Caja de conversión

173  
Comunicados de prensa  
Ghana  
Guyana

173  
Uso del crédito del FMI

174  
Acuerdos con el FMI

175  
La IED en los países en desarrollo de Asia

176  
Informe del BPI: Mercados de divisas e instrumentos derivados



Kenneth Arrow

Los esfuerzos que se esperan del sector privado deberán conjugarse con la fuerte intervención del sector público para ayudar a contener las crisis, restablecer la confianza y proporcionar financiamiento temporal.

cooperativo encaminada a contener la crisis y, al mismo tiempo, reformar la "arquitectura" del sistema. Esta reforma debe basarse en una sólida alianza entre los gobiernos y los agentes de mercado. En circunstancias normales, ello significa establecer una relación entre los gobiernos y los mercados, que no sea ni demasiado estrecha ni demasiado distante. En tiempos de crisis o ante la posibilidad de que se produzcan efectos de contagio, habrá que encontrar fórmulas voluntarias basadas en criterios de mercado para lograr que el sector privado participe en la búsqueda de soluciones que beneficien a todos.

#### Progresos logrados hasta la fecha

Se ha avanzado en cuatro ámbitos:

**Transparencia.** La falta de transparencia es una causa común de las repetidas crisis que han sufrido los mercados emergentes, y ha sido una característica perniciosa del capitalismo de camarilla de la mayoría de los países afectados por la crisis y de muchos otros países. Tratar de cambiar mentalidades y actitudes de muchas décadas puede parecer un objetivo ambicioso, pero en realidad se ha avanzado considerablemente en la tarea de definir nuevas normas y establecer nuevas prácticas.

**Normas internacionales y códigos de conducta.** Actualmente se está realizando un gran esfuerzo para establecer normas y códigos de buenas prácticas basados en las normas vigentes en las naciones más adelantadas, que tengan potencial para hacerse extensivos al ámbito internacional. El FMI ha estado formulando normas o códigos de conducta para los gobiernos en materia de divulgación de datos y de transparencia de las políticas fiscal, monetaria y financiera, que se hallan en una etapa avanzada o ya se están implementando. Otros organismos también han establecido normas con respecto a los mercados de valores, la contabilidad, las leyes de quiebra y el gobierno de las sociedades, que se encuentran en distintas etapas de desarrollo. En lo que se refiere al fortalecimiento del sector financiero, aspecto de importancia crítica, el FMI y el Banco Mundial están colaborando estrechamente para ayudar a promover sistemas financieros más sólidos basándose en los principios fundamentales enunciados por el Comité de Basilea. Con todo, aún hay margen para intensificar la cooperación internacional, y, en este sentido, el Foro sobre Estabilidad Financiera, creado recientemente para fomentar el diálogo entre los organismos nacionales e internacionales, constituye un aporte valiosísimo.

**Colaboración de los sectores público y privado.** Estos dos sectores deben aunar esfuerzos en la prevención y la resolución de las crisis, pero la atención debe centrarse en la prevención. Igual que se ha pedido al sector público que cambie de mentalidad, el sector privado tendrá que actuar con mayor transparencia, atenerse a normas de aceptación internacional, fomentar una relación de independencia con el gobierno y evaluar y controlar los riesgos con mucho más cuidado, desarrollando al mismo tiempo relaciones más maduras con sus clientes.

Ello debería contribuir activamente a resolver una crisis cuando se presenta.

Los esfuerzos que se esperan del sector privado deberán conjugarse con la fuerte intervención del sector público para ayudar a contener las crisis, restablecer la confianza y proporcionar a los países el financiamiento temporal que puedan necesitar en la etapa de ajuste y reforma. La reciente aprobación por parte del FMI de un nuevo mecanismo, las LCC, constituye un acontecimiento innovador y prometedor. Dicho mecanismo tiene por objeto ayudar a países con una gestión macroeconómica acertada y un sistema financiero sólido, que acatan las normas aceptadas internacionalmente y que han establecido relaciones responsables con sus acreedores internacionales, a resistir las presiones que podría ejercer sobre la balanza de pagos una súbita pérdida de confianza provocada por efectos de contagio de las crisis de otras economías. También se están considerando otras iniciativas para facilitar la resolución de las crisis si llegan a ocurrir.

**Liberalización de la cuenta de capital.** La velocidad vertiginosa con que se desarrollaron los mercados financieros internacionales en la década anterior a la crisis de Asia planteó algunas incógnitas con respecto al enfoque más apropiado para liberalizar la cuenta de capital.

- *¿Vale la pena emprender la liberalización?* Los mercados emergentes quedaron expuestos a la volatilidad al permitir una liberalización rápida, pero descontrolada, de los flujos de capital a corto plazo. En consecuencia, a los bancos y las grandes empresas les resultó demasiado fácil contraer deuda a corto plazo sin las salvaguardias adecuadas. Por lo tanto, lo que en realidad cabe preguntarse es: dado que ya está en marcha una liberalización de facto del flujo de capital, ¿cuál es la mejor forma de administrar el proceso para fomentar la estabilidad y el crecimiento económicos y obligar tanto a los países deudores como a los países acreedores a adoptar un enfoque prudente? Los países deudores tendrán que mantener un entorno macroeconómico sólido y coherente a nivel interno y un sistema financiero robusto dotado de instituciones sólidas y mecanismos de reglamentación y supervisión eficaces. Dado que muchos países no podrán cumplir estas condiciones de un día para otro, las instituciones y los países acreedores tendrán que prestar atención a la evaluación y el control del riesgo.

- *¿Debe adoptarse un enfoque institucional formal con respecto a la liberalización de la cuenta de capital?* En las Reuniones Anuales de 1997, se invitó al Directorio Ejecutivo del FMI a que propusiera una enmienda del Convenio Constitutivo que "haría de la liberalización de los movimientos de capital uno de los fines del Fondo, y ampliaría en la medida de lo necesario su correspondiente jurisdicción estableciendo obligaciones claramente definidas y aplicadas de modo uniforme". Si bien es comprensible que, en vista de la crisis, la comunidad internacional dudara en seguir adelante con esta empresa, ha llegado el momento de retomar el impulso. Es fundamental que estas próximas etapas de la integra-

**La crisis de Asia puso de manifiesto la sorprendente falta de desarrollo de los sistemas oficiales de asistencia social en los países afectados por dicha crisis.**

ción de los mercados financieros mundiales se inscriban en un marco de “obligaciones claramente definidas y aplicadas de modo uniforme”, en lugar de aceptar los riesgos que conllevaría una vuelta a los enfoques parciales de las últimas décadas.

- *¿Pueden desempeñar los controles de capital una función apropiada durante el período de transición?* Está surgiendo un consenso en torno a la idea de que los controles de capital no son eficaces para corregir desequilibrios económicos, a pesar de ser útiles en determinadas circunstancias. Los controles son más eficaces cuando se basan en los precios y se aplican en forma transitoria; sería ilusorio atribuirles más valor del que tienen como solución temporal. Los países que han tenido éxito con los controles han adoptado simultáneamente políticas y/o medidas macroeconómicas para reforzar o reestructurar el sector bancario. Estas iniciativas, más que los controles, fueron la clave de los buenos resultados observados.

**Aspectos que deben reforzarse**

Es urgente proseguir la labor al menos en tres esferas:

- *Aspectos sociales.* La crisis de Asia puso de manifiesto la sorprendente falta de desarrollo de los sistemas oficiales de asistencia social en los países afectados por dicha crisis. El FMI era muy consciente del peligro de que se deteriorasen la situación del empleo y las condiciones sociales, y los programas que respaldó se diseñaron de modo de aprovechar al máximo los recursos limitados disponibles para proteger a los grupos más vulnerables; en este sentido, el Banco Mundial tomó la iniciativa para ayudar a las autoridades a diseñar las políticas estructurales y el componente social de los programas.

Sin embargo, los mecanismos actuales no bastan. La crisis de Asia ha subrayado la importancia de que los países refuercen sus defensas sociales al mismo tiempo que sus defensas económicas *antes de que la crisis haga eclosión*. Todos los países deben incluir un pilar social en su política económica. La estabilidad del sistema económico internacional exige que uno de los componentes esenciales de la arquitectura sea un sólido pilar social.

- *Integración.* Deben redoblar los esfuerzos para integrar en la economía globalizada a los países en desarrollo que aún distan mucho de poder beneficiarse de la globalización. Los países industriales no están haciendo lo suficiente para facilitar esa integración, por ejemplo, abriendo sus mercados o brindando asistencia oficial para el desarrollo.

- *Evolución institucional.* Todas las instituciones, incluido el FMI, deben evolucionar en consonancia con las exigencias de la nueva economía mundial y todos los países necesitan un foro para expresar sus puntos de vista sobre las decisiones de carácter mundial que configuran su destino.

**Las reformas en Japón son cruciales para la recuperación regional y mundial**

*En su intervención en el Seminario sobre Finanzas Internacionales, organizado conjuntamente por el Centro de*

*Finanzas Internacionales y el FMI en Tokio, Camdessus centró la atención en las repercusiones de la reforma del sistema monetario internacional en Japón.*

Los formidables logros alcanzados por Japón y el potencial con que cuenta Japón han colocado a este país en una posición de liderazgo y de responsabilidad de primer orden en la economía mundial.

- Japón ha abogado firmemente por que se aumenten los recursos financieros del FMI, para que éste pueda desempeñar su función esencial en el mantenimiento de la estabilidad del sistema monetario internacional.

- Incluso en tiempos de adversidad económica, Japón ha perseverado en la búsqueda de soluciones eficaces a la crisis de Asia oriental y, en el marco de la Iniciativa Miyazawa, está proporcionando una valiosísima

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

**Notas de información al público:** Evaluaciones del Directorio sobre las perspectivas y las políticas económicas de los países miembros, que se publican con el consentimiento de éstos, al término de las consultas del Artículo IV, con información de referencia sobre los países en cuestión; y evaluaciones divulgadas por decisión del Directorio tras sus deliberaciones sobre aspectos de política. Recientemente se han publicado:

- 99/40 Portugal–Macau, 7 de mayo
- 99/41 Chad, 14 de mayo
- 99/42 Islandia, 20 de mayo

**Cartas de intención y memorandos de política económica y financiera:** Preparados por los países miembros tras las deliberaciones del Directorio sobre aspectos de política, estos documentos describen las políticas que el país se propone aplicar en el contexto de su solicitud de asistencia financiera al FMI. Recientemente se han publicado:

- Santo Tomé y Príncipe, carta de intención, 3 de mayo
- Nigeria, memorando de política económica y financiera, 4 de mayo
- Ghana, carta de intención y memorando de política económica y financiera, 7 de mayo

**Documentos sobre parámetros de política económica:** Preparados por cada país miembro en colaboración con los funcionarios del FMI y del Banco Mundial, estos documentos, que se actualizan todos los años, describen los objetivos económicos y las políticas macroeconómicas y estructurales de las autoridades para los programas de ajuste trienales respaldados con recursos del servicio reforzado de ajuste estructural. Recientemente se ha publicado:

- Ghana, 5 de mayo

**Staff Papers:** Presenta trimestralmente los trabajos de investigación realizados por los funcionarios del FMI. Ya pueden consultarse en Internet el número más reciente (marzo de 1999) y los cuatro números de 1998.

**Nota:** El FMI está revisando el *Manual de estadísticas de las finanzas públicas*. Los borradores de los capítulos que vayan estando disponibles se incluirán en el sitio del FMI en Internet para recabar los comentarios oportunos. Ya se pueden consultar una sinopsis de la publicación y los capítulos 2 y 3.



aportación de recursos para ayudar a la incipiente recuperación de la región.

- Japón es el primer proveedor mundial de asistencia oficial para el desarrollo, como lo demuestra su contribución al respaldo financiero del FMI a los países más pobres del mundo y a la Iniciativa para los PPME.

No hay duda de que, en el futuro, Japón continuará e intensificará su función, ampliada con un espíritu de “internacionalismo cooperativo y responsable”.

### Nuevos desafíos

En la década que toca a su fin, los mercados financieros mundiales, con el estímulo de las nuevas tecnologías, se han integrado y globalizado cada vez más y, al mismo tiempo, se han tornado más vulnerables a la volatilidad y a las crisis económicas.

Japón ha respondido a estas tendencias mundiales, incluso en momentos en los que ha tenido que enfrentar retos desconocidos. Una economía que durante varias décadas había estado en la vanguardia de la actividad económica mundial ha sufrido una desaceleración y tensiones prolongadas en el sector financiero. Japón tendrá que hacer frente a los problemas complejos que conlleva el rápido envejecimiento de la población.

En los últimos meses de 1998, parecía muy real la posibilidad de que se produjese una recesión mundial y, de hecho, el término “deflación” mundial se ha introducido cada vez más en el vocabulario como sinónimo de riesgo, y quizá con más intensidad en Japón que en otros países. Sin embargo, gracias a las medidas adoptadas por los gobiernos de todo el mundo, incluido el de Japón, se ha atenuado el riesgo de deflación o de recesión mundial.

La tarea más inmediata para la comunidad internacional es restablecer una estructura de crecimiento mundial distribuida en forma más pareja.

### Trayectoria que ha de seguir Japón

La principal tarea que tienen pendiente las autoridades japonesas es fortalecer la economía nacional y, de esa manera, ayudar a Japón a desempeñar plenamente su papel en un mundo multipolar. Ya se han tomado medidas para brindar respaldo fiscal y monetario a la economía e instrumentar un marco integral que permita abordar los problemas del sector bancario.

Para hacer frente a los problemas inmediatos que plantea la actual desaceleración, los analistas japoneses y los responsables de formular la política económica han identificado correctamente dos necesidades básicas:

- *Mantener la orientación expansionista de las políticas monetaria y fiscal hasta que se afiance firmemente la recuperación.*

- *Realizar un seguimiento para verificar la resolución de los problemas del sector bancario y consolidar los progresos tangibles que ya se han logrado.*

Las autoridades japonesas han identificado la necesidad de llevar adelante con determinación la reforma estructural para reforzar la vitalidad de la economía y sentar las bases de una recuperación duradera, ahora que ya

se ha avanzado bastante en el “big bang” de la reforma del sector financiero. Algunas empresas han anunciado recientemente planes de reestructuración impresionantes. Estas medidas se complementarán y acelerarán llevando adelante otras reformas que se han incluido en el programa: modificación del código de quiebras para facilitar una renegociación más rápida de la deuda de las empresas, reformas del sistema tributario para fomentar la reducción del exceso de capacidad y una mayor movilidad de la mano de obra y otras medidas para mejorar la gestión empresarial.

Las autoridades japonesas son plenamente conscientes de que, en el futuro, el país no podrá eludir la realidad del envejecimiento de su población. Una vez que se haya afianzado la recuperación, podrán volver a un programa de ajuste fiscal y a la preferencia instintiva de Japón por una política fiscal prudente. Las medidas podrían centrarse en transformar los sistemas de pensiones y protección social, mejorar los procedimientos de selección y puesta en práctica de los proyectos de inversión pública y reestructurar la administración pública.

Al acercarse el fin de siglo, la comunidad internacional, el FMI y Japón tienen que hacer frente a muchos desafíos. En algunos aspectos, el debate interno sobre la política económica japonesa y el debate internacional sobre la reforma financiera mundial se encuentran en etapas similares: se ha comenzado a actuar en muchos ámbitos, todavía no se ha logrado el consenso en varios otros, pero es evidente que hay que implementar con determinación las decisiones ya adoptadas. En un futuro no muy lejano, es probable que Japón vuelva a desempeñar su papel de motor del crecimiento de Asia y de la economía mundial.

### Crecimiento de alta calidad y valores tradicionales

*En su intervención en la 34ª Conferencia de Gobernadores de Bancos Centrales de Asia Sudoriental, en Seúl, Corea, Camdessus centró sus observaciones en la necesidad de mantener la recuperación en Asia, tras la reciente crisis.*

Asia está saliendo ahora de la crisis que absorbió a la región hace apenas dos años tomando por sorpresa a la mayoría de los gobiernos, ciudadanos, inversionistas e instituciones, que quedaron consternados por la rapidez con que la crisis se propagó y la severidad con que afectó a varios países.

### Perspectivas económicas

Los países situados en el epicentro de la crisis están acercándose al punto de inflexión de la actividad económica, o lo han superado ya. Sobre todo en Corea y Filipinas, y cada vez más en Tailandia, se perciben señales de un giro en la evolución de la actividad. En Indonesia, en donde la estabilización financiera tardó más tiempo en afianzarse, se prevé una recuperación de la actividad económica para el segundo semestre del año. ¿A qué se debe este cambio? Una vez que los países tomaron la firme determinación de esforzarse en lograr la estabilización financiera, con la ayuda de planes de financiamiento

externo instrumentados por el FMI, las perspectivas mejoraron notablemente. Ya se aprecian signos evidentes de reactivación de la confianza, a nivel nacional e internacional, en los acusados repuntes de los mercados bursátiles de toda la región en los primeros meses de 1999. Pero aún falta mucho por hacer para reforzar las estructuras de las economías de Asia antes de que podamos afirmar con seguridad que se ha iniciado una recuperación verdaderamente sostenida.

### Reforma financiera internacional

El que esta recuperación incipiente pueda dar lugar a una nueva era de crecimiento mundial de alta calidad, en la que Asia vuelva a desempeñar un papel dinámico de liderazgo, dependerá no sólo de una hábil gestión macroeconómica, sino también de que la comunidad internacional pueda avanzar con suficiente rapidez en la transformación de la arquitectura del sistema monetario y financiero internacional. En los últimos seis meses se ha materializado un sólido consenso sobre muchos aspectos concretos de los principales pilares en los que habrá de asentarse dicha arquitectura:

- Aprobación de las *líneas de crédito contingente*.
- Progresos considerables en el debate en torno a la forma de lograr la *participación del sector privado en la prevención y la resolución de las crisis*.
- Definición de nuevas normas y redefinición de las que ya existen en materia de *transparencia, divulgación de datos y supervisión del FMI*.
- En una esfera tan crucial como es el *fortalecimiento del sector financiero*, la aplicación activa de los principios básicos formulados por el Comité de Basilea para evaluar la solidez de los sistemas bancarios y de numerosas recomendaciones para mejorar la supervisión.

Hay además otros cinco temas pendientes para los próximos meses: regímenes cambiarios, integración de los mercados financieros, política social, alivio de la deuda y adaptación de las instituciones internacionales a los nuevos desafíos que plantea la globalización.

### La reforma en Asia debe tener sus raíces en la tradición

¿Qué efectos tendría la aplicación de estos principios en Asia después de que cada país haya puesto totalmente en práctica sus propios programas de reforma? Pocos observadores dudan del potencial de la región para volver a registrar un rápido crecimiento económico. Sin embargo, no se trata sólo de una vuelta a las exitosas tendencias del pasado, sino también de un nuevo modelo de crecimiento, de más alta calidad, firmemente enraizado en las tradiciones y valores de Asia.

- *Un sector privado independiente y competitivo*. La deficiente gestión de las sociedades era un problema importante en muchas economías asiáticas. A corto plazo, y dado que muchas empresas presentan graves dificultades en materia de liquidez o de solvencia, es prioritario seguir adelante con la renegociación de la deuda de las empresas, a fin de sanear sus finanzas. Al mismo tiempo, es necesario que las autoridades dise-

ñen estrategias a más largo plazo para estimular al sector privado eliminando progresivamente la participación directa del Estado en la propiedad; alentar la participación extranjera en la economía, especialmente en el sector financiero; establecer marcos jurídicos claros que fomenten la competencia y expongan a las empresas al riesgo de quiebra, y adoptar normas internacionales en materia de liquidez y auditoría.

- *Altos niveles de transparencia y calidad en la gestión de gobierno*. Si la gestión de las sociedades es una cara de la moneda, ésta es la otra. Es esencial mantener una relación de plena independencia entre el sector público y el sector privado. Las normas internacionales que se están elaborando actualmente sobre transparencia en la formulación de las políticas y la divulgación de datos también darán más credibilidad al sector público.

- *Reforma del sistema financiero*. La falta de solidez del sistema financiero fue uno de los principales problemas en la crisis de los mercados emergentes. Las autoridades tienen que asignar la máxima prioridad a la conclusión de la reforma del sector financiero incorporando sólidas estructuras de reglamentación y supervisión.

- *Avance en la apertura de los mercados de capital*. El fortalecimiento del sistema financiero es un requisito esencial para liberalizar los mercados de capital. Además, las autoridades no deben permitir que la flexibilización de los controles sobre los flujos de largo plazo —especialmente la inversión directa— vaya a la zaga de la liberalización de los flujos a corto plazo.

- *Aumento del bienestar social y la protección*. La falta de redes formales de protección social ha impuesto una carga demasiado pesada sobre la protección que brinda la familia ampliada y muchas personas se han hundido en la pobreza al acentuarse la recesión. La gravedad de la crisis ha demostrado que la contribución de la familia y la solidaridad de la comunidad deben complementarse con sistemas de seguridad social capaces de resistir la prueba de las grandes crisis sistémicas en el contexto de programas respaldados por el FMI.

Asia puede contribuir con sus sólidos valores tradicionales al logro de un crecimiento de alta calidad, al menos de tres maneras:

- Aceptando claramente la *libre competencia* como una condición para progresar.
- Logrando un auténtico consenso en que las *políticas macroeconómicas acertadas* son la clave del éxito.
- Reconociendo la importancia del *ahorro en las finanzas públicas y privadas*.

A medida que se reanude la recuperación, la solidez de las políticas macroeconómicas y de los requisitos institucionales estimulará la continuidad de un ahorro robusto, factor tanto más deseable cuanto que es probable que los recursos externos sean más escasos y onerosos que en el pasado, dado el aumento de la aversión al riesgo entre los inversionistas extranjeros como consecuencia de la crisis. Todo ello justifica aún más la necesidad de aumentar la eficiencia mediante un entorno competitivo y una cultura que promueva un progreso duradero adoptando la tecnología más prometedora. ■

## La adopción de un programa integral y medidas estructurales ha ayudado a superar la crisis

En la entrevista que publicamos a continuación, Tomás J.T. Baliño y Angel Ubide, autores del documento de trabajo del FMI WP/99/28, titulado *The Korean Financial Crisis of 1997—A Strategy of Financial Sector Reform*, analizan las medidas adoptadas por Corea para hacer frente a la crisis y las enseñanzas que pueden extraer de esta experiencia otros países.

**BOLETÍN DEL FMI:** *¿Cuáles serían, a su juicio, las características del sector financiero de Corea antes de la crisis?*

**BALIÑO:** Entre los aspectos positivos, cabría señalar que Corea tenía un sistema financiero bastante desarrollado con un gran número de instituciones que ofrecían prácticamente todos los servicios disponibles en países desarrollados. El volumen de activos totales era equivalente al triple, aproximadamente, del PIB del país; pero el sistema adolecía también de algunos defectos. No estaba bien administrado ni suficientemente capitalizado, y la evaluación del riesgo tampoco era la correcta. El sistema industrial se había desarrollado sobre la base de directivas del gobierno, mientras que el sistema financiero se diseñó de modo que proporcionara los recursos necesarios para ese desarrollo. El gobierno intervenía habitualmente en las decisiones de crédito, y la reglamentación y la supervisión bancaria eran deficientes. Corea contaba con profesionales muy preparados, pero el sistema no estaba pensado para fiscalizar el tipo de riesgos que se plantean en un sistema financiero desarrollado. Además, la fuerte dependencia del capital extranjero a corto plazo agravó aún más todos estos factores.

**BOLETÍN DEL FMI:** *¿Cuál fue, concretamente, el detonante de la crisis en Corea? Los indicadores macroeconómicos no parecían dar señales de una crisis inminente.*

**UBIDE:** Los indicadores macroeconómicos no estaban dando grandes señales de alarma y esa fue precisamente una de las causas de la crisis. El hecho de que dichos indicadores fuesen favorables enmascaró algunas fallas estructurales. Sin embargo, ya en 1996 se atisbaban algunas dificultades. Las empresas coreanas comenzaron a tener problemas y vieron reducirse sus beneficios como consecuencia de un deterioro de la relación de intercambio. Luego, a principios de 1997, quebraron varios de los principales *chaebols*. Para los mercados, esto fue una señal de que las autoridades ya no estaban dispuestas a sacar a flote a estos conglomerados. Los balances de los bancos comerciales también empezaron a deteriorarse.

**BOLETÍN DEL FMI:** *¿Cuál fue, concretamente, el detonante de la crisis en Corea? Los indicadores macroeconómicos no parecían dar señales de una crisis inminente.*

**UBIDE:** Los indicadores macroeconómicos no estaban dando grandes señales de alarma y esa fue precisamente una de las causas de la crisis. El hecho de que dichos indicadores fuesen favorables enmascaró algunas fallas estructurales. Sin embargo, ya en 1996 se atisbaban algunas dificultades. Las empresas coreanas comenzaron a tener problemas y vieron reducirse sus beneficios como consecuencia de un deterioro de la relación de intercambio. Luego, a principios de 1997, quebraron varios de los principales *chaebols*. Para los mercados, esto fue una señal de que las autoridades ya no estaban dispuestas a sacar a flote a estos conglomerados. Los balances de los bancos comerciales también empezaron a deteriorarse.

A lo largo de 1997, la crisis de Tailandia y el hundimiento de la bolsa de valores de la RAE de Hong Kong forzaron a los inversores extranjeros a seguir más de cerca la evolución de la economía coreana. Todos estos factores dieron lugar a una pérdida de confianza que provocó un cambio de sentido de los flujos de capital.

**BOLETÍN DEL FMI:** *¿Cómo respondió Corea a la crisis? ¿Qué medidas clave adoptó?*

**BALIÑO:** Al principio se tardó un poco en reconocer la existencia de la crisis. Se perdió tiempo tratando de ver si la situación mejoraba por sí sola. Además, la crisis coincidió con las elecciones nacionales, pero, a pesar de las dificultades del calendario político, el país se las arregló para instrumentar un programa que, desde la perspectiva actual, resultó muy bien concebido, siendo quizás el motivo por el que la situación ha dado un giro más rápidamente de lo previsto. A corto plazo, las autoridades lograron estabilizar el financiamiento del sistema bancario y de la economía. Ofrecieron una garantía total a los depositantes y recurrieron al FMI, al Banco Mundial y a otras fuentes bilaterales e internacionales. Además, iniciaron negociaciones con los acreedores.

La situación empezó a calmarse y el won comenzó a apreciarse tras una exitosa renegociación de la deuda externa a corto plazo a principios de 1998. Éste fue un paso importante, pero afortunadamente no fue el único para hacer frente a la crisis. También se adoptó un programa de ajuste macroeconómico. Las autoridades alentaron al público a mantener sus inversiones en Corea y frenaron las salidas de capital elevando las tasas de interés. El programa coreano fue objeto de fuertes críticas por haber tomado esta medida, ya que algunos temían que ello pudiera crear problemas a las empresas. Hasta cierto punto es lo que ocurrió, pero si las tasas de interés sólo se mantienen en cotas muy altas durante un período muy corto, es improbable que lleven a una empresa a la bancarrota y, sin embargo, pueden ayudar a detener la fuga de capital. Corea permitió también la flotación del tipo de cambio después de intentar mantenerlo dentro de una banda de fluctuación, lo que representó un ajuste importante.

Un elemento clave fueron las medidas que se adoptaron para hacer frente a las fallas estructurales que se habían desarrollado a lo largo de los años y que, de hecho, formaban parte de una política deliberada. Entre las reformas, destacan el fortalecimiento de la supervisión bancaria y la reestructuración del sistema financiero. Se creó un organismo de supervisión encargado, a la vez, de la reestructuración del sector financiero. Las autoridades comenzaron a cerrar las instituciones inviables y a recapitalizar y reestructurar las otras.

La mayor virtud del programa era su integridad, ya que no sólo contemplaba una perspectiva de largo plazo, sino que, además, abordaba las cuestiones más inme-



*Baliño: El programa coreano fue objeto de fuertes críticas por haber elevado las tasas de interés, pero si éstas sólo se mantienen en cotas muy altas durante un corto período, es improbable que lleven a una empresa a la bancarrota y, sin embargo, pueden ayudar a detener la fuga de capital.*

diatas. Se tomaron algunas medidas importantes para aumentar la transparencia y mejorar el gobierno de las sociedades, incluidas medidas para hacer frente al problema de las garantías cruzadas entre las empresas.

**BOLETÍN DEL FMI:** *Corea evitó las retiradas masivas de depósitos bancarios que se han producido en otros países afectados por la crisis de Asia. ¿Qué hizo Corea para mantener la confianza del público en el sistema bancario?*

**UBIDE:** Corea dio un paso muy importante al inicio de la crisis. Con el propósito de infundir confianza a los depositantes y a los inversores extranjeros, otorgó una garantía general para casi todos los depósitos del sector bancario. Las autoridades anunciaron también públicamente que se garantizarían la mayoría de las deudas en moneda extranjera del sistema financiero. Básicamente, decidieron asegurar la estabilidad de dicho sistema al tiempo que lo reformaban. Esto dio a los depositantes y a los inversores extranjeros mucha seguridad y permitió a las autoridades cierto margen de maniobra para diseñar un plan. Por tanto, pudieron proceder al cierre de varios bancos de inversión y de dos grandes bancos comerciales y a la reforma del sistema de supervisión mientras que dichos depositantes e inversores mantenían más o menos la calma. El segundo paso importante fue la renegociación de la deuda externa. Todo ello permitió al país un amplio margen de maniobra para cerrar los bancos con problemas y hacer frente al proceso de reconstrucción del sistema financiero.

En un plazo de un mes, se pusieron en pie los principales pilares en que habría de sustentarse el programa. La mitad de los bancos de inversión del país habían sido cerrados, los principales bancos comerciales con problemas habían comenzado a presentar programas de reforma, y se estaban abordando las principales cuestiones relativas a la supervisión. Las autoridades actuaron con decisión y rapidez desde el principio y los mercados consideraron estas medidas dignas de confianza.

**BOLETÍN DEL FMI:** *Lo que empezó como un ataque contra la moneda en Corea afectó, en última instancia, a la política monetaria y al sector real. ¿Cómo pudo el país contener el daño sufrido por estos sectores?*

**UBIDE:** Es evidente que una crisis de esta magnitud no se salda sin daño alguno, pero Corea se las arregló para limitarlo por dos motivos principalmente:

En primer lugar, el país logró evitar una acusada expansión de los agregados monetarios que, más adelante, se habría traducido en un aumento de la inflación. No fue necesario proporcionar mucha liquidez en apoyo de los bancos y, cuando se hizo, la intervención se esterilizó con mayor o menor éxito. Ello se debió a que en Corea no se produjeron retiradas masivas de depósitos bancarios y, por eso, los bancos no necesitaron mucho dinero para pagar a los depositantes.

Además, el programa de intervención del gobierno consistió, en parte, en la compra de préstamos en mora a los bancos, que se transfirieron a un organismo especializado. Las autoridades pagaron estos préstamos con bonos y no en efectivo. En lugar de vender dichos bonos para obtener dinero y prestarlo al público, los bancos

decidieron mantener los bonos del Estado, que daban la impresión de ser más seguros y, por lo tanto, más interesantes en ese momento. La adopción de todas estas medidas evitó una explosión de los agregados monetarios.

Por lo que respecta al impacto sobre el sector real de la economía, cabe preguntarse si tras una crisis bancaria se produce una contracción del crédito. Los bancos tienen que ajustar sus carteras, pero en Corea las necesidades de recapitalización se escalonaron a lo largo del tiempo, de modo que los bancos no tuvieron que recortar bruscamente el crédito para acomodar dichas necesidades. Pudieron ajustar sus carteras y, por ende, evitar una fuerte reducción de las concesiones de préstamos.

Además, las autoridades proporcionaron fondos públicos para la recapitalización, lo que facilitó el proceso, e instrumentaron una serie de mecanismos especiales para ayudar a los sectores de la economía que estaban siendo más afectados, a saber, las pequeñas y medianas empresas y los exportadores. Las autoridades canalizaron fondos a través de una ventanilla de redescuento, especialmente para dichas empresas, aumentaron algunas de las garantías públicas con destino a las mismas y contribuyeron a la expansión de los préstamos de apoyo a la exportación. Con ello, atenuaron la contracción del crédito que resulta cuando los bancos no se atreven a prestar, ni siquiera a clientes de confianza.

**BOLETÍN DEL FMI:** *¿Aprendió Corea de los problemas que afectaron antes a los países en crisis o tuvo más fortuna con sus políticas o recursos?*

**BALIÑO:** Apenas si hubo tiempo para aprender algo de los otros países. Todo sucedió muy rápidamente. Pero los pánicos bancarios son tan antiguos como los propios bancos. Corea ya tenía un plan para reformar el sistema financiero. Algunos años antes, una comisión presidencial había examinado la estructura del sistema financiero y había recomendado fortalecer el Banco de Corea y establecer un organismo independiente de supervisión financiera, por ejemplo. Pero muchas de estas medidas son dolorosas y difíciles de poner en práctica en una sociedad democrática, a menos que se produzca una crisis en toda regla que obligue a aplicarlas.

**UBIDE:** Además, Corea ya contaba con algunos de los instrumentos necesarios para hacer frente a una crisis, por ejemplo, una ley de quiebras operativa. En cambio, en Indonesia, hubo que volver a redactar estas leyes en plena crisis. En muchos aspectos, a diferencia de algunos países, Corea contaba con una infraestructura más sólida para hacer frente a la crisis.

**BALIÑO:** Corea tenía la ventaja de contar con funcionarios muy bien preparados en la administración pública y el sector bancario. No era un problema de falta de



*Ubide: Corea dio un paso muy importante al inicio de la crisis. Para infundir confianza, otorgó una garantía general a casi todos los depósitos del sector bancario.*

Muchas de las medidas adoptadas por Corea son irreversibles. Las reformas estructurales serán la herencia permanente de esta crisis.

pericia técnica, se trataba sobre todo de modificar algunas políticas y había que adoptar medidas muy rigurosas. **BOLETÍN DEL FMI:** *¿Pueden otros países aprender algo de la experiencia de Corea?*

**BALIÑO:** Es evidente que lo mejor es evitar las crisis. La movilidad del capital puede ser muy beneficiosa, pero también hay riesgos que deben tenerse en cuenta. En Corea, la fuerte dependencia de las empresas con respecto al financiamiento externo a corto plazo y los elevadísimos coeficientes de endeudamiento representaban un peligro. También es obvio que la injerencia del Estado en las decisiones que afectan al crédito es igualmente peligrosa porque si los préstamos resultan incobrables, las autoridades no pueden pasar por alto el problema, sino que deben hacerle frente. Tampoco sirve de nada ocultar los problemas. Si el sistema financiero coreano hubiera sido más transparente, el mercado y los organismos reguladores quizá no habrían evitado la crisis, pero al menos habrían ayudado a que fuera de menor envergadura y la habrían enfrentado antes.

También se necesita una institución profesional, responsable de la supervisión bancaria, que se centre verdaderamente en las cuestiones prudenciales. En Corea y en muchos países, los organismos de supervisión tenían encomendada además la tarea de desarrollar la economía, o incluso de tratar de desarrollar el sistema financiero. Por consiguiente, las posibilidades de que se produjeran conflictos de intereses eran enormes.

Asimismo, se pueden extraer lecciones sobre cómo hacer frente a los problemas una vez que se materializan. Esperar que los problemas se resuelvan solos cuando la economía mejore es una estrategia arriesgada. Es más probable que las instituciones financieras se hundan en un pozo cada vez más profundo, del que será más costoso sacarlas. Cuando se produce una crisis auténticamente sistémica, una garantía general para los depósitos puede ayudar a estabilizar la situación hasta que sea posible abordar los problemas fundamentales.

Además, es de prever que, al final, los costos sobrepasen las estimaciones originales. Los bancos pueden declarar un cierto volumen de préstamos en mora, pero cuando se analizan los datos y se observan los historiales, casi siempre se descubre que los problemas son de más envergadura. Por lo tanto, hay que estar dispuestos a pagar una buena cantidad de dinero. En este sentido, Corea tenía una ventaja: su sólida situación macroeconómica le permitió sanear el sistema financiero sin crear un grave problema de deuda. De cara al futuro, hay que desarrollar la mejor supervisión y reglamentación financieras posibles, cumplir las normas internacionales y evitar que se creen instituciones diseñadas específicamente para sustraerse a la reglamentación.

**BOLETÍN DEL FMI:** *¿Podrá mantenerse el ímpetu de la reforma ahora que el capital ha vuelto a fluir a Corea?*

**BALIÑO:** Naturalmente hay quienes dejan de tomar antibióticos en cuanto se sienten mejor, con el grave riesgo de exponerse a una recaída. En Corea y otros países podría haber cierto grado de complacencia. Podrían pensar que ya han hecho mucho y que es hora de tomarse

un descanso. Ahora bien, muchas de estas medidas son irreversibles. Las reformas estructurales serán la herencia permanente de esta crisis. Va a haber un organismo de supervisión independiente, mayor transparencia en los estados financieros y un mercado que se mantendrá al tanto de lo que suceda. En Corea, como en todas partes, se sabe que gran parte de esos capitales están retornando porque el país está dando una impresión de seriedad en la adopción de las reformas. Esta crisis ha demostrado que el capital puede volver a salir si el mercado estima que la situación se deteriora.

A lo largo del año, Corea adoptará normas más rigurosas para clasificar los préstamos, lo que obligará a los bancos a estar mejor capitalizados. Además, el país se verá afectado por la evolución del entorno internacional. Hay una presión más intensa para divulgar un mayor volumen de información y se reconoce más la importancia de contar con organismos sólidos de reglamentación y supervisión bancaria. Como consecuencia de esta crisis y de otras anteriores, los inversores están siguiendo con más atención lo que ocurre en los países. El hecho de que un país de la OCDE como Corea haya estado al borde de la suspensión de pagos ha sido una llamada de atención para todos.

Pero también está claro que estas reformas son difíciles. Habrá que vencer intereses muy arraigados y la economía tendrá que seguir produciendo, de modo que reformas, como la reestructuración de las empresas, no se podrán completar de la noche a la mañana o incluso en uno o dos años. La crisis ha sido dolorosa para el país, no sólo en términos de pérdidas de producto, sino también en lo que respecta a la percepción que se tiene de Corea en el resto del mundo. Creo que tendrán buen cuidado para evitar que esta crisis se repita. ■

El documento de trabajo del FMI WP/99/28, *The Korean Financial Crisis of 1997—A Strategy of Financial Sector Reform*, preparado por Tomás J.T. Baliño y Angel Ubide, puede adquirirse al precio de US\$7 el ejemplar solicitándolo a IMF Publication Services. Véanse instrucciones de pedido en la página 170.

**Algunas tasas del FMI**

Semana del	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
17 de mayo	3,34	3,34	3,80
24 de mayo	3,33	3,33	3,79

La tasa de interés del DEG y la tasa de remuneración se calculan como promedio ponderado de las tasas de interés de determinados valores financieros nacionales a corto plazo que se negocian en los mercados monetarios de los cinco países cuyas monedas constituyen la cesta de valoración del DEG (al 1 de enero de 1999 la ponderación del dólar de EE.UU. era 41,3%; euro (Alemania), 19%; euro (Francia), 10,3%; yen japonés, 17% y libra esterlina, 12,4%). La tasa de remuneración es la tasa de rentabilidad de la posición remunerada de los países miembros en el tramo de reserva. La tasa de cargos, una proporción de la tasa de interés del DEG (actualmente 113,7%), es el costo del uso de los recursos financieros del FMI. Las tres tasas se calculan todos los viernes y se aplican a la semana siguiente. Las tasas básicas de remuneración y de cargos se ajustan además en función de los acuerdos de distribución de la carga. Las tasas más recientes pueden obtenerse llamando al teléfono (202) 623-7171 o consultando Internet ([www.imf.org/external/np/tr/sdr/sdr.htm](http://www.imf.org/external/np/tr/sdr/sdr.htm)). Datos: FMI, Departamento de Tesorería

(Continuación de la página 161) tema crucial para todos los países afectados por las crisis de los últimos años: los flujos de capital a corto plazo. Tras estudiar la relación que existe entre la magnitud de las crisis y el volumen de deuda a corto plazo de los países, llegaron a la conclusión de que la razón entre la deuda a corto plazo y las reservas internacionales era muy elevada en todos los países afectados por la crisis, salvo en Malasia. Pocos analistas dudan de que la gran concentración de deuda a corto plazo dejó a los países de Asia oriental en una situación vulnerable frente a posibles cambios súbitos de actitud y reacciones de pánico de los mercados. Aunque cada vez es mayor el consenso con respecto a la existencia de esta relación, hasta ahora se han realizado relativamente pocos trabajos teóricos y empíricos para documentar los vínculos entre la deuda a corto plazo, la vulnerabilidad y las crisis. En su documento, Rodrik y Velasco construyen un modelo de determinación simultánea de los vencimientos de la deuda y la estructura por plazos de las tasas de interés y llegan a la conclusión de que las autoridades deben mantenerse alertas con respecto a la composición de la deuda y la razón entre los pasivos a corto plazo y los activos líquidos disponibles.

Joseph E. Stiglitz, Economista Jefe en el Banco Mundial, y Amar Bhattacharya, Asesor Principal en el Banco, situaron el debate sobre un sistema mundial estable y equitativo en una perspectiva más amplia, centrando la atención en cinco temas: fomento de la transparencia y la divulgación de datos, reducción de los incentivos que alientan un excesivo endeudamiento, función de la liquidez, formas de hacer frente a las crisis financieras repetidas y la importancia del fortalecimiento de las redes de protección social.

Históricamente, las medidas adoptadas para hacer frente a las crisis tenían por objeto corregir el problema de las pequeñas perturbaciones más que de las grandes crisis y, como consecuencia, han

sido insuficientes. Muchas crisis fueron resultado de fallas del mercado y comportamientos irracionales en el sentido más amplio y, por lo tanto, en las medidas que se adopten se deben tener en cuenta estas desviaciones.

De lo que se deduce que el sector público está llamado a desempeñar un papel importante en la formulación de normas y el fomento de la transparencia, y en velar por que la información que se divulgue sea completa. Todos los países deben contar con leyes de quiebra; la cuestión no es si debe o no existir esa reglamentación, sino más bien qué forma ésta debe adoptar.

## Aspectos sociales

En el discurso principal que dio inicio a una sesión sobre aspectos sociales del desarrollo, Lawrence Summers,

que fue nombrado recientemente Secretario del Tesoro de Estados Unidos, describió algunas de las enseñanzas políticas y económicas que había extraído desde su incorporación al gobierno y propuso varias esferas en las que todavía es necesario profundizar para avanzar en la resolución de las crisis económicas y financieras en los países en desarrollo. Comenzó preguntándose cómo podría conciliarse la integración mundial con otros objetivos cruciales, señalando que los tres imperativos al tomar decisiones para resolver dichas crisis son obtener los beneficios que conlleva la integración (mediante un aumento del comercio exterior y la inversión), respetar la soberanía nacional y perseguir objetivos públicos (para compensar las fallas del mercado).

Summers señaló que a algunos observadores de la derecha politicoeconómica no les resulta difícil conciliar estos tres imperativos, ya que restan importancia al tercero y propugnan la menor presencia posible del Estado. Para los visionarios mundiales de izquierda también es fácil lograr esa conciliación, puesto que están convencidos de que no se debe permitir que la soberanía nacional sea un obstáculo para aumentar la reglamentación a escala nacional y mundial. A los que se sitúan en el centro del espectro político les resulta mucho más difícil encontrar una solución. Este tercer grupo considera que tiene que ponderar una gama compleja de ventajas e inconvenientes y tomar decisiones difíciles sin suficiente información de base ni mucho tiempo para reflexionar.

Summers indicó que un problema que enfrentan las autoridades es cómo alentar la adopción de regímenes de políticas en los países en desarrollo que “desincentiven el estímulo inapropiado de la afluencia de capital a corto plazo”. Observó que una posibilidad sería imponer controles de capital como los que se habían aplicado recientemente en Chile, pero advirtió que, en algunos países en desarrollo, “el capital a corto plazo es el único financiamiento que pueden obtener las autoridades y las empresas nacionales”. Summers propuso que se instrumenten mecanismos institucionales para proporcionar a los países en desarrollo el capital a más largo plazo que necesitan para salir de las crisis y lograr un crecimiento sostenible. También pidió que las instituciones financieras internacionales y otros proveedores de asistencia profundicen en su análisis sobre la forma óptima de alcanzar el objetivo —tantas veces citado— de brindar redes de protección social adecuadas.

## Economías en transición

En su alocución sobre las economías en transición, Joseph Stiglitz afirmó que se había pensado que muchos países en transición de Europa central y oriental casi habían alcanzado el éxito hace diez años, pero que hoy día, con las notables excepciones de Eslovenia, Estonia, Hungría y Polonia, su futuro sigue siendo sombrío. Rusia ha obtenido resultados especialmente negativos; en una clara contradicción de las leyes de la economía, este país ha registrado simultáneamente disminuciones del



Lawrence Summers



Dani Rodrik



Joseph Stiglitz

producto y un aumento de la desigualdad en el ingreso. Como resultado, el número de rusos que viven en la pobreza aumentó de 2 millones al principio de la transición a 66 millones. En acusado contraste, China ha logrado éxitos importantes, tanto en materia de desarrollo económico, como en la transición de su economía de planificación centralizada a un sistema de mercado.

Stiglitz señaló que al principio de la transición en los países de Europa central y oriental y de la antigua Unión Soviética se hizo excesivo hincapié en la teoría económica convencional y demasiado poco en las circunstancias políticas y económicas en las que habría de producirse dicha transición. Estas economías tenían un fuerte imperativo político para avanzar rápidamente en el proceso de reforma, a fin de evitar un retroceso hacia el comunismo y, como consecuencia, se realizaron privatizaciones y reestructuraciones apresuradas y mal planificadas. Observó que la experiencia ha demostrado en forma palpable y dolorosa que, para crear un mercado, no bastaba con la privatización y que las reestructuraciones que dejaron sin trabajo a un gran número de personas no habían servido para generar nuevas inversiones en los sectores manufacturero y de servicios y, por ende, crear muchos puestos de trabajo.

Stiglitz afirmó que, al no existir un marco normativo fiable, las privatizaciones habían dado lugar a un exfolio de los activos en las economías en transición, sobre todo en las que contaban con mercados de capital abiertos que facilitaban las transferencias al extranjero. La necesidad de una mejor gestión empresarial era especialmente apremiante, ya que el enfoque de “ataque institucional” adoptado en la transición había destruido las

antiguas formas de capital social de estos países sin crear otras nuevas. En cambio, en China, la privatización de las empresas estatales por los interesados —dividiéndolas en unidades más pequeñas y, sin embargo, funcionales— funcionó bastante bien y la gestión empresarial fue mucho menos problemática.

Stanley Fischer, Primer Subdirector Gerente del FMI, y William Easterly, del Banco Mundial, presentaron un documento (“Inflation and the Poor”) en el que estudian las diferentes actitudes frente a la inflación. Utilizando datos de una encuesta de 1995 con 38.000 declarantes de 42 países, y aplicando técnicas de regresión, los autores llegan a varias conclusiones preliminares con respecto a las opiniones vigentes sobre varias cuestiones económicas. Consideran que la inflación afecta más a los pobres que a quienes reciben ingresos más altos, y que las personas más desfavorecidas económicamente son más proclives a citar la inflación como “una de sus principales preocupaciones” que los más favorecidos. También llegan a la conclusión de que las altas tasas de inflación tienden a reducir la participación en el ingreso nacional del 20% más bajo de la población de un país y el salario mínimo real, al tiempo que aumentan la pobreza. ■

Paul Gleason  
Redactor, Departamento de Relaciones Externas  
Fondo Monetario Internacional

La mayoría de los documentos presentados en la conferencia y otro material relacionado con la misma pueden consultarse en el sitio del Banco Mundial en Internet ([www.worldbank.org/research/abcde](http://www.worldbank.org/research/abcde)).

## Publicaciones recientes

### Libros

*Economic Policy and Equity*, Vito Tanzi, Ke-young Chu y Sanjeev Gupta, a cargo de la edición (US\$27)  
*Transforming Financial Systems in the Baltics, Russia, and Other Countries of the Former Soviet Union*, Malcolm Knight, Arne B. Petersen y Robert T. Price, a cargo de la edición (US\$24,50)

### Staff Papers

*Staff Papers*, vol. 46, No. 1 (marzo de 1999) (US\$54, los cuatro números; US\$27, para profesores y estudiantes universitarios).

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

99/48: *The Egyptian Stock Market: Efficiency Tests and Volatility Effects*, Mauro Mecagni y Maged Shawky Sourial  
99/49: *Algeria: The Real Exchange Rate, Export Diversification, and Trade Protection*, Piritta Sorsa

99/50: *Long-Range Exchange Rate Dynamics: A Panel Data Study*, Karl F. Habermeier y Mario Mesquita

### Policy Discussion Papers (Documentos de análisis de política económica; US\$7)

99/3: *The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization*, Anne-Marie Gulde (véanse págs. 171–72)

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

99/27: Hungary—Selected Issues  
99/28: Samoa—Statistical Appendix  
99/29: San Marino—Recent Economic Developments  
99/30: Switzerland—Selected Issues and Statistical Appendix  
99/31: Kyrgyz Republic—Recent Economic Developments  
99/32: Republic of Poland—Selected Issues  
99/33: Cambodia—Statistical Annex

Los pedidos deben dirigirse a: Publication Services, Box XS900, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430; fax: (202) 623-7201; correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

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

## Las cajas de conversión pueden contribuir a lograr la estabilización económica

*El 1 de julio de 1997 las autoridades de Bulgaria establecieron una caja de conversión en el marco de las medidas de estabilización orientadas a controlar las perturbaciones económicas y frenar la inflación galopante de los últimos años. En un estudio reciente, titulado The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization, Anne-Marie Gulde, del Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios, examina el proceso que llevó a la creación de la caja de conversión como instrumento de estabilización, el diseño y establecimiento de la misma y las enseñanzas que pueden extraerse del relativo éxito de este mecanismo.*

### Antecedentes y situación inicial

A finales de 1996, Bulgaria se encontraba sumida en una crisis bancaria que se venía gestando por lo menos desde 1995. Los planes de estabilización tradicionales no habían logrado frenar los elevados déficit fiscales y cuasifiscales y el país estaba entrando en un período de hiperinflación. El apoyo al gobierno fue debilitándose tras el fracaso de las medidas de estabilización más recientes adoptadas en julio de 1996.

Las inyecciones de liquidez para respaldar el sistema bancario cada vez más debilitado, el continuo financiamiento del déficit presupuestario con recursos del banco central y la pérdida de confianza en la moneda nacional (el lev) dispararon la inflación hasta una tasa anual de casi el 500% en enero de 1997 y de más del 2.000% en marzo. En un esfuerzo por atenuar la caída del tipo de cambio —que se depreció de lev 487 a lev 1.588 por dólar de EE.UU. en el primer trimestre de 1997— el banco central utilizó sus reservas internacionales, que se redujeron hasta un nivel equivalente a menos de dos meses de importaciones. El producto real, que había aumentado en 1994 y 1995, disminuyó más de un 10% durante 1996.

Los problemas estructurales, sobre todo en el sector bancario, también fueron graves. Gulde cita un estudio realizado en 1996, en el que se señala que de los 10 bancos estatales que concentraban más del 80% de los activos del sector bancario, 9 registraban capital negativo y más de la mitad de los activos de todos los bancos estatales eran improductivos.

A finales de septiembre de 1996, se había cerrado alrededor de la tercera parte del sector bancario como resultado de dos rondas de intervenciones y cierres realizadas por el Banco Nacional de Bulgaria (el banco central). Cuando se produjeron los cierres en septiembre, el Banco Nacional de Bulgaria anunció que permanecerían abiertas las demás instituciones financieras. A partir de entonces, el banco central reaccionó a la intensificación de los problemas del sector bancario con nuevas inyecciones de liquidez en el sistema, lo que estimuló aún más la inflación. Según Gulde, al final del año, el sector bancario se encontraba, en el mejor de los casos, en una situación de “frágil estabilidad”.

### Un nuevo enfoque para la estabilización

Según Gulde, empezó a cobrar fuerza la idea de que todo nuevo programa de medidas de estabilización, para ser creíble, exigiría la creación de un sistema visible basado en normas, como una caja de conversión (véase el recuadro). Además, la estabilización sólo tendría éxito si permitiera evitar la indisciplina financiera, reducir la enorme carga de las tasas de interés sobre el gobierno y aumentar el atractivo del lev. Asimismo, todo cambio radical de política económica exigiría un alto grado de identificación de las autoridades con los programas de reforma y un amplio respaldo del público.

En estas circunstancias, en noviembre de 1996 una misión del FMI comenzó a considerar con las autoridades de Bulgaria y los principales grupos de interés las ventajas de establecer un mecanismo de caja de conversión. Dados la complejidad de las cuestiones planteadas y los continuos problemas políticos, las etapas de toma de decisiones, diseño y preparación se prolongaron, según Gulde, desde noviembre de 1996 hasta mediados de 1997.

Además de las medidas de política económica complementarias, la situación cercana a la hiperinflación de finales de 1996 y principios de 1997, aunque fue costosa, fue crucial para la posterior viabilidad de la caja de conversión. Dicha situación redujo el valor real del sobreendeudamiento interno que, en un principio, había sido

### ¿Qué es una caja de conversión?

Una caja de conversión permite a un país aplicar una política antinflacionaria visible. El mecanismo combina tres elementos:

- Un tipo de cambio fijo frente a una “moneda ancla”.
- Convertibilidad automática, o el derecho a convertir moneda nacional a este tipo de cambio fijo siempre que se desee.
- Un compromiso a largo plazo de mantener el sistema, que con frecuencia se plasma directamente en la ley del banco central.

Para que una caja de conversión resulte creíble, el banco central ha de mantener suficientes reservas de divisas para cubrir, como mínimo, sus pasivos monetarios. De esta forma, los mercados financieros y el público pueden tener la certeza de que cada billete emitido en moneda nacional está respaldado por una suma equivalente de divisas en las arcas del Estado. La demanda de moneda amparada por una caja de conversión será, por lo tanto, más alta que la de las monedas sin garantía. Si se producen perturbaciones, el mecanismo de ajuste funciona por medio de variaciones de la oferta monetaria dentro del país en el que está establecida la caja de conversión —una contracción en el caso de una fuga hacia la moneda ancla— que darán lugar a fluctuaciones de las tasas de interés que inducirán un desplazamiento de fondos entre la moneda nacional y el ancla. La garantía del tipo de cambio de la caja de conversión asegura que las variaciones necesarias de las tasas de interés y los consiguientes costos para la economía serán menores que con un régimen de tipo de cambio fijo.

La experiencia de Bulgaria pone de manifiesto la capacidad de un sistema creíble basado en normas para adaptarse a las rápidas variaciones de las percepciones y del comportamiento económico.

una amenaza para el equilibrio presupuestario. Las altas tasas de inflación también dieron un margen de manobra a los bancos al reducir rápidamente sus pasivos en moneda nacional y aumentar el valor real de sus tenencias de bonos del Estado en dólares de EE.UU.

#### Diseño e instrumentación del mecanismo

Las características principales de una caja de conversión que deben decidirse al principio del proceso de planificación son la moneda de referencia, el nivel del tipo de cambio, la estructura organizativa de la caja y los principios e instrumentos operativos concretos.

**Moneda ancla.** Las acaloradas discusiones entre los partidarios del dólar de EE.UU. y los del marco alemán retrasaron la decisión definitiva hasta finales de la primavera de 1997, cuando un comité de expertos nombrado por el gobierno decidió adoptar el marco alemán (y el euro tras la incorporación del marco alemán a la UEM).

**Nivel del tipo de cambio.** El nivel del tipo de cambio —lev 1.000 por marco alemán— se decidió oficialmente el 5 de junio de 1997. Esta cifra se aproximaba mucho al tipo de mercado vigente en el momento.

**Estructura organizativa.** Para dar la mayor transparencia posible a la organización de la caja de conversión, las autoridades búlgaras adoptaron el “modelo del Banco de Inglaterra”, lo que presupuso la reorganización del Banco Nacional de Bulgaria para crear un departamento de emisión y un departamento bancario separado. El departamento de emisión mantiene todos los pasivos monetarios del banco, incluidos los depósitos del departamento bancario. Estos pasivos están respaldados por activos en moneda extranjera y oro que cubren, como mínimo, el valor total de los pasivos en todo momento.

Se creó un departamento bancario separado para proporcionar a la caja de conversión un “exceso de cobertura”, es decir, un nivel de moneda extranjera mayor que el que sería necesario para cubrir los pasivos monetarios del banco central. Estos fondos se mantienen como un depósito del departamento bancario en el departamento de emisión y pueden utilizarse para otorgar préstamos con garantía a los bancos comerciales si éstos sufren una grave crisis de pasivos.

**Marco jurídico.** A fin de establecer un marco jurídico adecuado para el nuevo régimen, se modificó la ley vigente del banco central. La nueva legislación, que entró en vigor el 1 de julio de 1997, contiene disposiciones clave en relación con la estructura y la gestión, las operaciones y funciones monetarias, y las relaciones entre el Banco Nacional de Bulgaria y el Estado.

**Marco de estabilización.** Conscientes de que la modificación de la ley no bastaría por sí sola para dar credibilidad a la caja de conversión, las autoridades adoptaron medidas para hacer frente a los “factores de tensión” más probables. Para evitar el financiamiento monetario en gran escala del presupuesto, el plan incluía una cuenta de reserva fiscal y normas fiscales rigurosas.

Para dar mayor credibilidad al sistema bancario, el proyecto de caja de conversión contemplaba la posibilidad de proporcionar asistencia limitada, aunque de mag-

nitud considerable, a través del departamento bancario por un monto de US\$300 millones (equivalente aproximadamente a una quinta parte de las reservas externas de Bulgaria en el momento de la creación de la caja de conversión). Además, se fortaleció la ley bancaria, otorgando al banco central facultades más claras para hacer frente a los problemas bancarios. El programa incluía, además, importantes ajustes de la normativa prudencial pertinente, complementados con un programa de asistencia técnica de gran envergadura para mejorar la supervisión bancaria. Por último, en el marco del programa de estabilización, las autoridades recapitalizaron uno de los grandes bancos estatales antes de establecer la caja de conversión y se comprometieron a redoblar sus esfuerzos para privatizar el resto de los bancos estatales.

#### Enseñanzas de la experiencia de Bulgaria

Según Gulde, la creación de la caja de conversión el 1 de julio de 1997 se llevó a cabo sin contratiempos, y ha continuado casi sin que se la “haya puesto a prueba”. La inflación se redujo al 13% a mediados de 1998 y, posteriormente, al 1% para finales de año. Las reservas ascendieron de US\$800 millones a más de US\$3.000 millones (equivalentes a casi 6,4 meses de importaciones). La tasa de interés básica del banco central, que se había situado por encima del 200% en los peores momentos de la crisis bancaria, se redujo al 5,3% en octubre de 1998. El proceso de estabilización de Bulgaria no se vio muy afectado por la crisis rusa de mediados de 1998.

La experiencia de Bulgaria pone de manifiesto la capacidad de un sistema creíble basado en normas para adaptarse a las rápidas variaciones de las percepciones y del comportamiento económico. Sin embargo, Gulde señala que en dicha experiencia se destacan tres advertencias:

- Una caja de conversión es un mecanismo monetario sencillo, pero requiere más preparativos de índole diversa que otros tipos de planes de estabilización. Dado que la puesta en práctica de los cambios necesarios puede entrañar demasiado tiempo, este tipo de mecanismo quizá no sea viable cuando no se cumplen otros requisitos previos.
- Debido a los cambios de carácter jurídico que exige el mecanismo, es necesario que la caja de conversión cuente con un amplio apoyo legislativo. En el caso de Bulgaria, dicho apoyo se logró debido a la situación cercana a la hiperinflación, que centró la atención en la necesidad de encontrar una solución “radical”, así como a los enérgicos esfuerzos de concertación.
- Una caja de conversión es sólo un elemento más de un programa de estabilización. Si bien puede contribuir a eliminar los desequilibrios macroeconómicos, su eficacia a largo plazo dependerá de que se adopten con éxito medidas complementarias. ■

El documento de análisis de política económica PDP/99/3 del FMI, *The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization*, preparado por Anne-Marie Gulde, puede adquirirse al precio de US\$7 el ejemplar, solicitándolo a IMF Publication Services. Véase la información sobre pedidos en la página 170.

*Extractos de los comunicados de prensa más recientes del FMI. Los textos completos (en inglés) pueden consultarse en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org) bajo la rúbrica "news"; o solicitarse por fax al (202) 623-6278, IMF, Public Affairs Division.*

## Ghana: SRAE

El FMI ha aprobado un préstamo a tres años a favor de Ghana en el marco del servicio reforzado de ajuste estructural (SRAE), por un equivalente de DEG 155 millones (unos US\$209,4 millones) en respaldo del programa de reforma económica del Gobierno para 1999-2001. El préstamo se desembolsará en siete cuotas, la primera equivalente a DEG 22,2 millones (unos US\$29,9 millones), y podrá utilizarse inmediatamente.

### Estrategia a mediano plazo y programa para 1999

Los objetivos del programa para 1999-2001 son consolidar el terreno ganado en materia de estabilidad macroeconómica y acelerar el ritmo de la reforma estructural. Según proyecciones, el PIB real crecerá al 6%. El país se propone reducir la inflación al 5% o menos, recortar el déficit en cuenta corriente, incluidas donaciones, al 2,5% del PIB y elevar las reservas oficiales brutas a un nivel equivalente a tres meses de importaciones.

Los objetivos del programa para 1999 son lograr un crecimiento del PIB real del 5,5%, una tasa de inflación a fin de período del 9%, un déficit en cuenta corriente (incluidas donaciones) del 2,5% del PIB y un nivel de reservas oficiales brutas equivalente a tres meses de importaciones. Para alcanzar estos objetivos, el financiamiento presupuestario se limitará a un 2,8% del PIB y se prevé que el saldo primario interno registre un superávit de alrededor del 3,5% del PIB. El crecimiento monetario en 1999 facilitará la consecución de los objetivos de inflación y balanza de pagos.

### Reformas estructurales

Las autoridades se proponen adoptar importantes medidas para liberalizar los sectores del cacao y la energía, acelerar la privatización de las empresas estatales y fortalecer el sistema bancario. Se realizarán reformas en el sector público para limitar la participación del gobierno a los sectores clave, sobre todo la agricultura, los sectores sociales y la infraestructura básica.

### Necesidades sociales

En el programa económico se hace hincapié en la educación y la salud, ya que las autoridades consideran que los niveles de crecimiento necesarios para reducir la pobreza serán difíciles de con-

seguir si no se aumenta significativamente la productividad de la mano de obra. Se han formulado programas de gasto en educación y salud y se están poniendo en práctica con el apoyo de los

## Ghana: Algunos indicadores económicos y financieros

	1996	1997	1998	1999 <sup>1</sup>	2000 <sup>1</sup>	2001 <sup>1</sup>
			Programa	Preliminares		
	(Variación porcentual anual)					
PIB real	4,6	4,2	5,6	4,6	5,5	6,0
Índice de precios al consumidor (Promedio anual)	46,6	27,9	15,5	19,3	10,0	6,4
	(Porcentaje del PIB)					
Saldo interno primario	0,3	3,2	3,8	3,6	3,5	3,6
Balanza en cuenta corriente (incluidas donaciones oficiales)	-4,7	-8,8	-4,2	-3,5	-2,9	-2,5
	(Meses de importaciones)					
Reservas internacionales brutas	4,4	2,6	2,7	2,5	2,7	2,8

<sup>1</sup>Programa.

Datos: Autoridades nacionales y estimaciones y proyecciones de los funcionarios del FMI

donantes. También en colaboración con los donantes, se está preparando un plan de reducción de la pobreza para 1999-2001.

Ghana ingresó en el FMI el 20 de septiembre de 1957 y su cuota es de DEG 369,0 millones (unos US\$498,6 millones). Sus obligaciones financieras pendientes por el uso de los recursos del FMI ascendían a DEG 230,1 millones (unos US\$310,9 millones) al final de febrero de 1999.

Comunicado de prensa No. 99/16, 3 de mayo

## Guyana: Iniciativa para los PPME

El FMI y el Banco Mundial acordaron que Guyana ha cumplido los requisitos necesarios para recibir unos US\$410 millones en concepto de alivio nominal de la deuda frente a sus acreedores extranjeros en el marco de la Iniciativa para los PPME. De este monto, el FMI proporcionará alrededor de US\$40 millones (equivalentes a US\$34,5 millones en valor neto actualizado). La decisión de brindar alivio de la deuda cuenta con el respaldo del BID, el principal acreedor extranjero de Guyana.

Guyana alcanzó el punto de culminación en el marco de la Iniciativa el 14 de mayo. En valor neto actualizado, el alivio de la deuda otorgado por todos los acreedores ascenderá a unos US\$256 millones, lo que equivale al 24% de la deuda total pendiente de reembolso al final de 1998. Esta asistencia en el marco de la Iniciativa reducirá la carga de la deuda externa, liberará recursos presupuestarios y permitirá intensificar las medidas de desarrollo.

La asistencia del FMI será en forma de donación, que se depositará en una cuenta de fondos en custodia y se utilizará para financiar una parte del servicio de la deuda frente al FMI que vaya venciendo. Con ello se cubrirá alrededor del 26% del servicio anual de la deuda frente al FMI, en promedio, durante los próximos nueve años. Todos los demás acreedores multilaterales de Guyana y los del Club de París han dado garantías satisfactorias de que participarán en este programa.

Desde que se aprobara la Iniciativa para los PPME en septiembre de 1996, han sido habilitados para recibir asistencia excepcional siete países. Se prevé que el ahorro total por concepto de servicio de la deuda que obtendrán estos países será de unos US\$6.000 millones en cifras nominales. La asistencia en favor de Uganda, Bolivia y Guyana, los tres primeros países que, hasta la

## Uso del crédito del FMI

(Millones de DEG)

	Abr. 1999	Ene.-abr. 1999	Ene.-abr. 1998
<b>Cuenta de Recursos Generales</b>	<b>3.962,10</b>	<b>5.024,23</b>	<b>4.196,32</b>
Acuerdos de derecho de giro	3.917,34	4.013,32	3.243,77
SCR	3.636,09	3.636,09	3.000,00
Acuerdos del SAF	10,66	567,79	952,55
SFCC	34,10	443,12	0,00
<b>Acuerdos del SRAE</b>	<b>122,87</b>	<b>330,51</b>	<b>400,94</b>
<b>Total</b>	<b>4.084,97</b>	<b>5.354,74</b>	<b>4.597,26</b>

Nota: SCR = servicio de complementación de reservas

SAF = servicio ampliado del Fondo

SFCC = servicio de financiamiento compensatorio y para contingencias

SRAE = servicio reforzado de ajuste estructural

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

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

fecha, han obtenido alivio de la deuda en el marco de la Iniciativa, asciende a unos US\$1.800 millones en cifras nominales.

El notable volumen de recursos liberados con la reducción del servicio de la deuda en el marco de la Iniciativa ascenderá a un 3½% del PIB (10% del ingreso del sector público), en promedio anual, en 1999–2003 y al 2% del PIB (5½% del ingreso del sector público) en 2004–09. Esto permitirá incrementar el gasto con fines sociales y de reducción de la pobreza, lo que ayudará a reducir a la mitad las cifras de pobreza para el año 2015.

Tras un examen de mitad de período del primer año de aplicación del programa respaldado por el SRAE conforme a estos nuevos parámetros, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó el 12 de mayo de 1999 un nuevo desembolso de DEG 9 millones (unos US\$12,1 millones) del total de DEG 53,8 millones (unos US\$72,7 millones). La conclusión del examen de mitad de período era una de las condiciones para que Guyana alcanzase el punto de culminación en el marco de la Iniciativa para los PPME.

Comunicado de prensa No. 99/17, 14 de mayo

### Acuerdos de derecho de giro, SAF y SRAE al 30 de abril de 1999

País miembro	Fecha del acuerdo	Fecha de expiración	Monto aprobado	Saldo no utilizado
(Millones de DEG)				
<b>Acuerdos de derecho de giro</b>			<b>32.746,62</b>	<b>8.609,44</b>
Bosnia y Herzegovina	29 mayo 1998	28 mayo 1999	60,60	36,36
Brasil <sup>1</sup>	2 diciembre 1998	1 diciembre 2001	13.024,80	5.969,70
Cabo Verde	20 febrero 1998	19 abril 1999	2,10	2,10
Corea <sup>1</sup>	4 diciembre 1997	3 diciembre 2000	15.500,00	1.268,75
El Salvador	23 septiembre 1998	22 febrero 2000	37,68	37,68
Filipinas	1 abril 1998	31 marzo 2000	1.020,79	633,40
Tailandia	20 agosto 1997	19 junio 2000	2.900,00	500,00
Uruguay	28 marzo 1999	28 marzo 2000	70,00	70,00
Zimbabue	1 junio 1998	30 junio 1999	130,65	91,45
<b>Acuerdos en el marco del SAF</b>			<b>11.401,03</b>	<b>7.319,61</b>
Argentina	4 febrero 1998	3 febrero 2001	2.080,00	2.080,00
Azerbaiyán	20 diciembre 1996	19 diciembre 1999	58,50	15,80
Bulgaria	25 septiembre 1998	24 septiembre 2001	627,62	470,72
Croacia, República de	12 marzo 1997	11 marzo 2000	353,16	324,38
Indonesia	25 agosto 1998	5 noviembre 2000	5.383,10	2.259,40
Jordania	15 abril 1999	14 abril 2002	127,88	117,22
Kazajstán	17 julio 1996	16 julio 1999	309,40	154,70
Moldova	20 mayo 1996	19 mayo 1999	135,00	72,50
Pakistán	20 octubre 1997	19 octubre 2000	454,92	379,09
Panamá	10 diciembre 1997	9 diciembre 2000	120,00	80,00
Ucrania	4 septiembre 1998	3 septiembre 2001	1.645,55	1.288,90
Yemen	29 octubre 1997	28 octubre 2000	105,90	76,90
<b>Acuerdos en el marco del SRAE</b>			<b>4.185,88</b>	<b>2.156,13</b>
Albania	13 mayo 1998	12 mayo 2001	35,30	23,53
Armenia	14 febrero 1996	20 diciembre 1999	109,35	20,93
Azerbaiyán	20 diciembre 1996	24 enero 2000	93,60	17,55
Benin	28 agosto 1996	7 enero 2000	27,18	14,50
Bolivia	18 septiembre 1998	17 septiembre 2001	100,96	84,13
Burkina Faso	14 junio 1996	13 septiembre 1999	39,78	6,63
Camerún	20 agosto 1997	19 agosto 2000	162,12	54,04
Congo, República del	28 junio 1996	27 junio 1999	69,48	55,58
Côte d'Ivoire	17 marzo 1998	16 marzo 2001	285,84	161,98
Etiopía	11 octubre 1996	22 octubre 1999	88,47	58,98
Gambia	29 junio 1998	28 junio 2001	20,61	17,18
Georgia	28 febrero 1996	26 julio 1999	166,50	27,75
Ghana	30 junio 1995	29 junio 1999	164,40	27,40
Guinea	13 enero 1997	12 enero 2000	70,80	23,60
Guyana	15 julio 1998	14 julio 2001	53,76	44,80
Haiti	18 octubre 1996	17 octubre 1999	91,05	75,88
Honduras	26 marzo 1999	25 marzo 2002	156,75	96,90
Macedonia, ex Rep. Yugoslava de	11 abril 1997	10 abril 2000	54,56	27,28
Madagascar	27 noviembre 1996	26 noviembre 1999	81,36	54,24
Malawi	18 octubre 1995	16 diciembre 1999	50,96	7,64
Mali	10 abril 1996	5 agosto 1999	62,01	0,00
Mongolia	30 julio 1997	29 julio 2000	33,39	27,83
Mozambique	21 junio 1996	24 agosto 1999	75,60	12,60
Nicaragua	18 marzo 1998	17 marzo 2001	148,96	67,27
Niger	12 junio 1996	27 agosto 1999	57,96	9,66
Pakistán	20 octubre 1997	19 octubre 2000	682,38	417,01
República Centroafricana	20 julio 1998	19 julio 2001	49,44	41,20
República Kirguisa	26 junio 1998	25 junio 2001	73,38	43,00
Rwanda	24 junio 1998	23 junio 2001	71,40	47,60
Senegal	20 abril 1998	19 abril 2001	107,01	71,34
Tanzania	8 noviembre 1996	7 febrero 2000	181,59	29,38
Tayikistán	24 junio 1998	23 junio 2001	100,30	60,00
Uganda	10 noviembre 1997	9 noviembre 2000	100,43	43,52
Yemen	29 octubre 1997	28 octubre 2000	264,75	140,75
Zambia	25 marzo 1999	24 marzo 2002	254,45	244,45
<b>Total</b>			<b>48.333,53</b>	<b>18.085,18</b>

<sup>1</sup>Incluye los montos en el marco del servicio de complementación de reservas.

SAF = servicio ampliado del Fondo.

SRAE = servicio reforzado de ajuste estructural.

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

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

El servicio ampliado del Fondo proporciona asistencia para programas de ajuste durante períodos más largos que los acuerdos de derecho de giro.

## La inversión extranjera directa en los países en desarrollo de Asia está en auge a pesar de la crisis

Según los nuevos datos compilados por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), los flujos de inversión extranjera directa (IED) a los países en desarrollo de Asia han capeado bien el temporal de la crisis financiera que ha azotado a la región. En 1998, se redujeron sólo un 7% por primera vez desde mediados de los años ochenta y el descenso se debió casi enteramente a la disminución de las entradas de capital en Indonesia y la provincia china de Taiwan. En 1998, la IED en la región fue de US\$78.000 millones, frente a los US\$84.000 millones registrados en 1997.

### Intensificación de las medidas para atraer IED

Los gobiernos de la región han tomado medidas para atraer IED, abriendo más algunos sectores y flexibilizando las normas con respecto a la propiedad, la forma de acceso y el financiamiento. A nivel regional, en octubre de 1998, los países miembros de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN) acordaron la creación de la zona de inversión de la ASEAN y han adoptado medidas para la creación de una zona de libre comercio.

Las fusiones y adquisiciones son cada vez más importantes para la región como forma de acceso de la IED. En particular, en los cinco países directamente afectados por la crisis financiera (Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia) se produjo un importante aumento de las fusiones y adquisiciones. En 1998, se señala en el comunicado de prensa, la participación de estas economías en el total de fusiones y adquisiciones con propiedad mayoritaria extranjera en los países en desarrollo de Asia aumentó del 37% en 1996 al 73% en 1998.

### Actividades en toda la región

Según el informe de la UNCTAD, China siguió siendo el principal receptor de IED de la región, con una afluencia de US\$45.500 millones, lo que representa el 58% del total de IED en la región (véase el gráfico). China intensificó sus medidas de fomento de la inversión al comienzo de 1998 revisando las directrices industriales al respecto y reinstaurando los incentivos para los inversionistas, que anteriormente se habían eliminado en sectores propensos a atraer IED.

Singapur mantuvo estrechamente su posición como segundo receptor más importante de IED, registrando una reducción de las entradas del 15%, a un nivel de US\$7.300 millones, según la UNCTAD. El Gobierno de Singapur respondió a una desaceleración de su economía otorgando ventajas tributarias para reducir los costos de las empresas y gastando más en proyectos de infraestructura. Una afluencia sin precedentes de IED a Tailandia y Corea colocó a estos países en el tercer y cuarto puesto, respectivamente, a pesar de que sus economías fueron unas de las más afectadas por la crisis financiera de Asia.

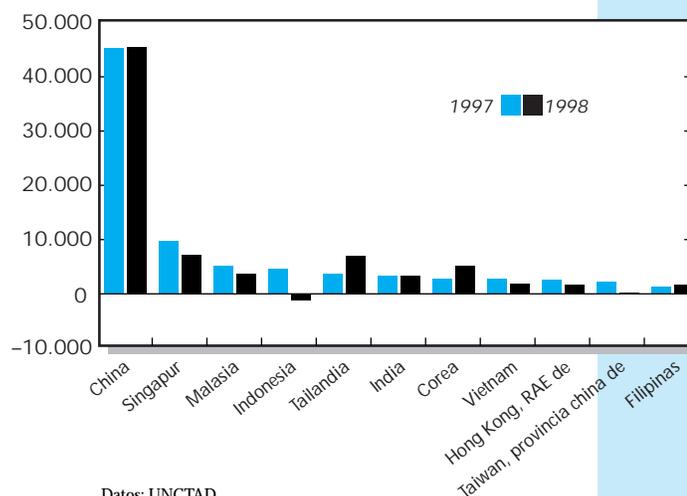
De las cuatro economías recientemente industrializadas de la región (Corea, la RAE de Hong Kong, Singapur,

la provincia china de Taiwan), sólo Corea obtuvo mejores resultados en 1998 que el año anterior, debido a las medidas de liberalización y al bajo precio de los activos, y recibió el mayor volumen de IED de su historia: US\$5.100 millones. Los flujos de IED disminuyeron en las otras tres economías como resultado de las desaceleraciones de sus economías y de la situación regional.

Como grupo, los cinco principales países receptores de IED de la ASEAN (Filipinas, Indonesia, Malasia,

### Flujos de inversión extranjera directa

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



Tailandia y Vietnam) recibieron el golpe más fuerte en 1998, debido sobre todo al proceso de descapitalización en Indonesia. Su participación en el total de IED en los países en desarrollo de Asia bajó de un promedio anual del 24% en la primera mitad de la década, al 17% en 1998.

### Perspectivas para 1999

Según la UNCTAD, el descenso de las aprobaciones de IED en 1998 y el primer trimestre de 1999 indica que la afluencia de capital a la región puede seguir disminuyendo en 1999, sobre todo si China no mantiene el alto nivel registrado anteriormente. No obstante, la IED debe seguir siendo superior al promedio de la década en 1999 y, a más largo plazo, reanudar su crecimiento. ■

El texto, en inglés, del comunicado de prensa de la UNCTAD puede consultarse en el sitio de la organización en Internet ([www.unctad.org](http://www.unctad.org)).

Fotos: Denio Zara y Padraic Hughes, FMI, págs. 166 y 167; Susumu Takahashi, Reuters, pág. 161; Michele Iannacci, Banco Mundial, págs. 161 y 169-70.

# Nuevo estudio sobre la evolución de los mercados de divisas e instrumentos derivados



Ian S. McDonald  
Director

Sara Kane • Sheila Meehan  
Elisa Diehl  
Redactoras

Philip Torsani  
Director de artes gráficas

Victor Barcelona  
Diseñador gráfico

**Edición en español**

División de Español  
Dirección de Servicios Lingüísticos

Julio García-Durán  
Traducción

Virginia Masoller  
Corrección de pruebas  
y composición

El *Boletín* (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 23 números en español, francés e inglés, además del *Suplemento sobre el FMI* y un índice anual. Las opiniones e información publicadas no representan necesariamente la posición oficial del FMI. Los mapas que se publican para orientar a los lectores provienen de la sexta edición de *Atlas of the World*, de National Geographic; los nombres y las fronteras que aparecen en los mismos no reflejan la posición del FMI con respecto a la situación jurídica de ningún territorio, ni tampoco la conformidad de la institución en relación con dichas fronteras. El material publicado puede reproducirse mencionando la fuente de información. Las cartas al director deben dirigirse a: Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-8585; dirección electrónica: [imfsurvey@imf.org](mailto:imfsurvey@imf.org). El *Boletín del FMI* se distribuye por correo aéreo (Canadá, Estados Unidos y México: *first class*; otros países: *airspeed*). El precio de la suscripción anual, para empresas privadas y particulares, es de US\$79. Las solicitudes de pedido deberán dirigirse a: Publication Services, Box XS900, IMF, Washington D.C. 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430. Fax: (202) 623-7201. Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

En abril de 1998, el volumen de operaciones en el *mercado internacional de divisas* —transacciones al contado, operaciones a término y *swaps* de divisas— se situó en un promedio diario estimado en US\$1,5 billones, según se indica en la publicación trienal del Banco de Pagos Internacionales, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*. Esta cifra, ajustada por el doble recuento, local y transfronterizo, y teniendo en cuenta las posibles carencias en la declaración de los datos, representa un aumento del 26% con respecto a abril de 1995 y una fuerte desaceleración frente al aumento del 45% de 1992–95. Sin embargo, después de tener en cuenta las diferencias en el valor en dólares de EE.UU. de las transacciones denominadas en otras monedas, la tasa de crecimiento aumentó al 46% en 1995–98 frente al 29% de 1992–95. Los instrumentos a término tuvieron una participación dominante en el mercado: 60% frente al 56% registrado en abril de 1995. El dólar de EE.UU. fue, por amplio margen, la moneda más negociada, utilizándose en el 87% de las transacciones mundiales, frente al 83% de 1995.

## Mercados de instrumentos derivados

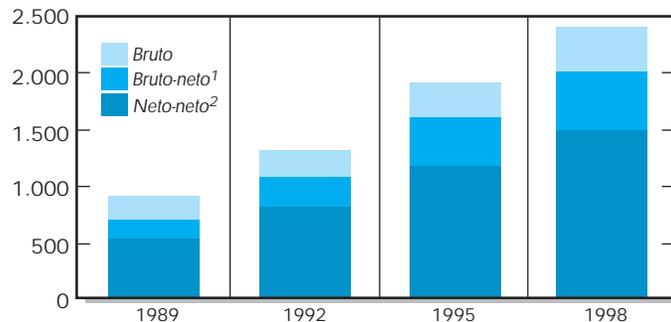
El informe indica que, en abril de 1998, el volumen diario mundial de contratos de *instrumentos derivados sobre divisas y tasas de interés*, incluidos los instrumentos derivados tradicionales sobre divisas negociados en forma extrabursátil, se estimó en US\$1,3 billones. En dólares de EE.UU. constantes, esta cifra representa un aumento del 66% desde abril de 1995. Las operaciones sobre divisas superaron por un amplio margen a las operaciones sobre tasas de interés.

Según el informe, el valor teórico de todos los contratos suscritos y aún pendientes al 30 de junio de 1998 constituye un indicador más claro de la magnitud del mercado de instrumentos derivados. Las posiciones mundiales en instrumentos derivados extrabursátiles, que abarcan todas las categorías de riesgo de mercado, ascendían a US\$72 billones. En este mercado, predominan los instrumentos sobre tasas de interés, que representan un 67% de los montos teóricos, mientras que los instrumentos sobre tipos de cambio representan un 31% del mercado. Los instrumentos basados en acciones y productos constituyen el 2% restante.

Otro indicador de la magnitud del mercado de instrumentos derivados es el valor bruto de mercado, definido como el costo que representaría reemplazar los contratos a precios de mercado al 30 de junio de 1998. Esta cifra, US\$2,6 billones a esa fecha, asciende al 3,6% del monto teórico total, pero varía considerablemente de un segmento del mercado a otro, de menos de un 1% para los acuerdos a término sobre tasas de interés, a un 15% en el caso de las opciones vinculadas a acciones.

## Actividad de los mercados cambiarios mundiales

(Promedio diario de operaciones; miles de millones de dólares de EE.UU.)



¹Bruto-neto: Valor bruto ajustado en función del doble recuento local.

²Neto-neto: Valor neto ajustado en función del doble recuento local y transfronterizo.

Datos: Banco de Pagos Internacionales

## Parámetros

El informe se amplió de 26 países en 1995 a 43 en 1998. Asimismo, se modificó la cobertura de los instrumentos derivados para que los datos fueran compatibles con las nuevas estadísticas consolidadas del mercado de derivados del Grupo de los Diez países industriales, que se publican desde el 30 de junio de 1998. Dado que el BPI recopila los datos sobre las operaciones bursátiles a partir de la información que declaran las bolsas, el informe se limitó a los mercados extrabursátiles. La información sobre los saldos pendientes difiere de la que se obtuvo de la encuesta de 1995, tanto en las fechas como en la base de declaración. La evolución de las monedas también tuvo un efecto importante sobre los datos, que se declaran en dólares de EE.UU. corrientes.

## Entorno financiero

En el informe se indica que los resultados de la encuesta deben considerarse en el contexto del entorno financiero de 1998. Concretamente, la actitud de los mercados mundiales cambió radicalmente entre el primer semestre y el segundo. En el primero, se estaba llegando a la etapa final de acumulación de posiciones en un número creciente de segmentos del mercado, pero la crisis de Rusia dio lugar a que se deshicieran masivamente las posiciones, sobre todo en los mercados de divisas y de renta fija. Los preparativos para la adopción de la moneda única en Europa contribuyeron a estos cambios en la medida en que tendieron a incrementar el número de transacciones a principios de 1998, mientras que el período anterior a la introducción del euro el 1 de enero de 1999 se caracterizó por la prudencia. ■

El texto, en inglés, del informe del BPI puede consultarse en el sitio de la organización en Internet ([www.bis.org](http://www.bis.org)).