

Foro económico del FMI

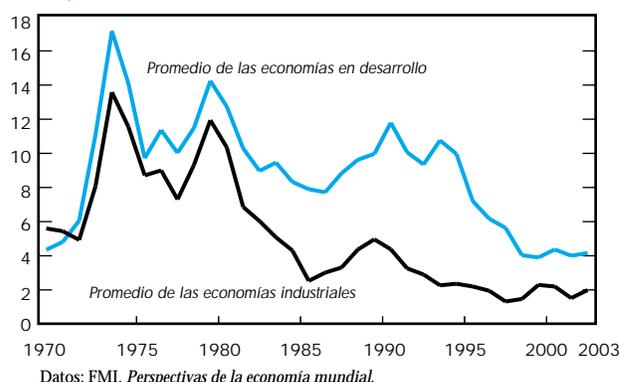
## ¿Debería preocuparnos la deflación?

Con el telón de fondo de los efectos de los acusados descensos de los mercados bursátiles mundiales observados en los últimos años, el aumento de las brechas de producción y el deterioro de la confianza empresarial y de los consumidores, en meses recientes ha aumentado la inquietud respecto a la deflación tanto en los países industriales como en los mercados emergentes. Dado que Japón ya registra una deflación y que China y varias otras economías de Asia sufren presiones deflacionarias, preocupa que éstas puedan intensificarse e incluso extenderse a otros países. Los participantes de un foro económico del FMI celebrado el 29 de mayo evaluaron los riesgos y discutieron las medidas de política apropiadas sirviéndose de un informe del personal publicado recientemente: "Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options". Kenneth Rogoff (Consejero Económico del FMI y Director del Departamento de Estudios) presidió el panel en el que también participaron Laurence Ball

(Profesor de Economía de la Universidad Johns Hopkins), Manmohan S. Kumar (Asesor en el Departamento de Estudios del FMI), Vincent Reinhart (Director de Asuntos Monetarios de la Junta (Continúa en la pág. 170)

### La baja inflación dificulta que se amortigüe la deflación

(Porcentaje)



Entrevista a Daniel Citrin

## El futuro de Indonesia depende de la inversión

Tras superar una crisis financiera particularmente intensa, Indonesia ha logrado recuperar la estabilidad macroeconómica: se redujo la inflación, se ha fortalecido considerablemente el tipo de cambio y las tasas de interés han disminuido acusadamente; además, se ha

fijado un curso de sostenibilidad fiscal, se ha estabilizado el sistema bancario y se ha avanzado en la reforma estructural, aunque no tan rápido ni tan a fondo como se deseaba. Establecidas ya las bases de la recuperación y el crecimiento, ¿qué se necesita ahora para acelerar esa expansión? Daniel Citrin (Asesor Principal en el Departamento de Asia y el Pacífico y jefe del equipo del FMI que ha venido colaborando con las autoridades indonesias) señala que la creación de un clima más propicio para la inversión será crucial.

**BOLETÍN DEL FMI:** Indonesia tiene una población joven y numerosa. ¿Existen actualmente las condiciones económicas necesarias para crear más empleos y reducir la pobreza?

**CITRIN:** Tras la crisis, la economía no ha crecido con la rapidez necesaria para iniciar una reducción significativa del desempleo y la pobreza. Sin embargo, en los últimos años se ha registrado un nivel de crecimiento moderado de entre 3% y 4%, a pesar de las profundas perturbaciones externas creadas (Continúa en la pág. 173)



Mirando al futuro: Es esencial aumentar la inversión y las tasas de crecimiento.

En este número

169  
¿Preocupa la deflación?

169  
Indonesia mira al futuro

175  
¿Deben cerrarse los bancos en dificultades?

177  
¿Qué medidas podrían funcionar en Turquía?

179  
Conferencias de la CEI

182  
Nueva confianza en la economía mundial

183  
Información privilegiada en el mercado de valores

y...

178  
Tasas del FMI

181  
Publicaciones recientes

183  
Publicado en Internet

## Es bajo el riesgo de una deflación mundial



Rogoff: "Existe el riesgo de una intensificación en Japón y, en menor medida, en Alemania."



Kumar: "Si bien una deflación temporal puede no entrañar grandes costos, cuando es sostenida pocas veces es benigna."



Schoenholtz: "La idea de que la deflación pueda exportarse en el curso normal del comercio internacional es una reliquia de los tipos de cambio auténticamente fijos."

23 de junio de 2003

170

(Continuación de la página 169) de *Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos* y *Kim Schoenholtz (Economista Jefe de Citigroup Global Markets)*. Los participantes manifestaron con distinta intensidad su inquietud por los riesgos actuales, pero todos coincidieron en que la mejor forma de combatir la deflación es evitar que se instale.

Como señaló Manmohan Kumar, principal autor del estudio del FMI (véase información adicional en el recuadro de la página 172), la deflación puede ser costosa y difícil de prever. Puede tener su origen en perturbaciones de la demanda o de la oferta. Si bien una deflación temporal puede no entrañar grandes costos, cuando es sostenida pocas veces es benigna. La principal inquietud es que el descenso temporal de los precios termine por arraigarse y se convierta en una espiral deflacionaria sostenida y autoalimentada. Y, como las tasas de interés nominales no pueden reducirse por debajo de cero, la eficacia de la política monetaria puede verse limitada (algo especialmente preocupante cuando el producto está disminuyendo).

La historia demuestra claramente el precio que hay que pagar por la deflación. El caso más extremo de espiral deflacionaria, indicó Kumar, fue la deflación mundial y la catastrófica caída de la actividad a finales de los años veinte y principios de los treinta. Pero incluso los episodios más suaves aunque sostenidos del siglo XIX se asociaron, en general, a quiebras y aumentos de la carga de la deuda, agitación política y social, crisis financieras y una notable volatilidad del producto. También se observa cuán difícil es prever la deflación. En Japón, se estaba previendo inflación entre mediados y finales de los años noventa, incluso cuando la deflación ya estaba instalándose.

### Perfil de la vulnerabilidad

¿Se justifica en las condiciones actuales la inquietud que suscita la deflación? A juicio de Kenneth Rogoff, los riesgos de deflación a escala mundial son relativamente bajos, aunque añadió que sí existe el riesgo de una intensificación en Japón y, en menor medida, en Alemania. Kumar afirmó que en varios países el riesgo de desinflación es relativamente alto y ha aumentado en los últimos años. En las economías asiáticas, sobre todo Japón, pero también la RAE de Hong Kong y la provincia china de Taiwan, existe el riesgo de que empeore la deflación. Las expectativas deflacionarias parecen haberse arraigado en estos países y, en la RAE de Hong Kong, la política está limitada en parte por consideraciones fiscales. En China, el sólido ritmo de crecimiento y las medidas de estímulo ya en preparación significarán probablemente que las presiones deflacionarias seguirán atenuándose a lo largo del año, a

medida que desaparezcan algunos factores transitorios. Sin embargo, otros factores de largo plazo, como la expansión de la capacidad y el exceso de mano de obra, podrían seguir incidiendo en los precios.

En la zona del euro, los riesgos de deflación parecen bajos en todos los países grandes, salvo en Alemania, con un entorno macroeconómico débil, grandes y crecientes brechas de producción, elevado desempleo y tensiones en el sector financiero. Fuera de la zona del euro, Suiza parece registrar un riesgo moderado, pero todavía hay más margen para aplicar medidas de política que en Alemania. En Estados Unidos, a pesar de que aún se arrastran los efectos del estallido de la burbuja de las cotizaciones bursátiles, el riesgo de deflación parece bajo, dados la esperada reducción de la brecha de producción, el alivio proporcionado por la reciente depreciación del dólar de EE.UU., la resistencia del sector financiero, la posibilidad de aplicar una política de estímulo y la voluntad explícita de las autoridades de tomar medidas preventivas.

¿Es posible que los factores de vulnerabilidad asociados a la deflación que se observan en particular en Alemania y Japón se transmitan a otras regiones y se produzca una deflación mundial? Kim Schoenholtz, de Citigroup, considera ese riesgo remoto, a condición de que las autoridades se mantengan alerta ante el peligro de perturbaciones contractivas del exterior. La idea de que la deflación pueda exportarse en el curso normal del comercio internacional, afirmó, es una reliquia de los tipos de cambio auténticamente fijos. Claro está que una espiral deflacionaria en una economía importante podría desencadenar una perturbación significativa en otras regiones. De la misma manera, la inestabilidad deflacionaria en una región podría transmitirse a través de los mercados internacionales de capital, por ejemplo, si un sistema financiero debilitado provocase una repatriación masiva de capitales. Pero, incluso en esos casos, la adopción sin demora y con determinación de medidas de política compensatorias debería evitar la propagación de una deflación sostenida. Si bien un escenario mundial de baja inflación se asocia con cierto riesgo de deflación transitoria, ese riesgo no hace que una inflación baja sea mucho menos deseable como objetivo de política.

Laurence Ball, de la Universidad Johns Hopkins, respaldó ampliamente el estudio del FMI y afirmó que el principal problema de la deflación es la trampa de liquidez (que definió como la combinación de una gran brecha de producción, que requiere un estímulo monetario, con una caída de las tasas de interés hasta el nivel cero, que impide un estímulo monetario convencional). Sin embargo, todos los demás panelistas se mostraron en desacuerdo argumentando que hay muchos otros cauces importantes, incluidas las

rigideces de los salarios nominales y las distorsiones de la intermediación del crédito, a través de los cuales la deflación ejerce efectos negativos. Citando los problemas económicos de Japón durante la última década, Ball afirmó que la historia demuestra que las fuerzas autocorrectoras en las economías no son terriblemente fuertes y que, en ausencia de los instrumentos tradicionales de política, existe un riesgo notable de que una perturbación adversa dé lugar no solo a una desaceleración temporal sino a un estancamiento a largo plazo.

### Más vale prevenir que curar

¿Qué es lo mejor que pueden hacer las autoridades para enfrentarse a la deflación? Los panelistas analizaron diversas opciones pero subrayaron, en particular, la necesidad de evitar que se desencadene la deflación. Una vez arraigada, se torna mucho más difícil de solucionar porque las relaciones tradicionales entre la política y las variables económicas pueden verse alteradas, reduciéndose por consiguiente la eficacia de la política.

Kumar señaló que para evitar la deflación en un entorno de baja inflación es necesario tomar medidas preventivas y que la política monetaria ha de desempeñar un papel fundamental. La política fiscal también puede brindar protección frente a la deflación, al igual que las reformas estructurales y un sistema de comercio abierto, aunque esta protección es mucho mayor con un régimen cambiario flexible que con tipos de cambio fijos. Asimismo, subrayó la necesidad de adoptar una estrategia de comunicación clara destacando la capacidad y la determinación de las autoridades para frenar la deflación, sobre todo si las instituciones financieras se ven sometidas a tensiones (tras el estallido de una burbuja de precios de los activos).

En este contexto, la política monetaria desempeña un papel importante. Un régimen con una meta explícita de inflación, por ejemplo, debe buscar una zona de amortiguación adecuada para reducir el riesgo de que la inflación caiga hasta un nivel tan cercano a cero que la economía se torne susceptible a la deflación. Ball se mostró de acuerdo subrayando que los bancos centrales deben fijar sus metas de inflación, ya sean implícitas o explícitas, en una tasa razonablemente alta. De lo que se deduce, afirmó, que la meta establecida por el Banco Central Europeo (menos del 2%) es demasiado baja. Rogoff también estuvo de acuerdo, señalando que la meta ideal podría ser incluso algo más alta (un 2,5%). Un nivel del 3% o del 4%, opinó Ball, reduce en gran medida el riesgo de que las tasas de interés toquen la zona cero y se caiga en una trampa de liquidez.

### Margen de maniobra

Aun cuando la economía se encuentre en una trampa de liquidez, los bancos centrales pueden tomar varias medidas monetarias no convencionales, indicó Kumar, como bajar las tasas de interés a largo plazo adquiriendo

bonos y ampliando su gama de activos con la compra de acciones o activos denominados en moneda extranjera. Estas medidas pueden plantear dificultades de operación porque su impacto puede ser incierto, aunque los riesgos son pequeños si se los compara con los costos que representan el arraigo y la profundización de las expectativas de deflación. Ball, sin embargo, fue menos optimista: "Aprendimos de Japón", indicó. "El hecho de realizar operaciones de mercado abierto bastante agresivas y de ampliar un 30% ó 40% por año la base monetaria no es suficiente para sacar a la economía de la trampa de liquidez." Vincent Reinhart, de la Reserva Federal de Estados Unidos, considera que la política monetaria puede seguir siendo eficaz ante una trampa de liquidez. Rogoff estuvo de acuerdo, pero encontró una analogía más clara con el golf: "No deberíamos estar hablando de trampas de liquidez, sino de trampas de arena. Si le pegamos fuerte a la bola, con habilidad y en la dirección correcta, la podemos volver a meter en el campo."

Pasando a la situación de Estados Unidos, Ball expresó cierta inquietud. Observó que con una meta de 1,25% de la tasa para los fondos federales "no hay mucho margen de maniobra para equivocarse ni capacidad para hacer frente a choques imprevistos". En su opinión, la Reserva Federal carece actualmente de la capacidad para emprender una fuerte expansión de la política monetaria; Reinhart no estuvo de acuerdo. La tasa actual para los fondos federales coloca a la Reserva Federal en una región en la que no había estado en medio siglo, admitió, pero un banco central puede alterar la magnitud y la composición de su balance general para influir en la tasa de interés corriente a corto plazo y su trayectoria futura. Sugirió tres formas, que de alguna manera se superponen, de estímulo monetario:

**Conformación de las expectativas.** Los bancos centrales pueden dar impulso a la economía sin modificar la tasa de interés a corto plazo alentando a los inversionistas a bajar sus expectativas sobre dichas tasas. Esto se puede hacer ofreciendo algún tipo de compromiso al público, como el de mantener las tasas a corto plazo en un nivel bajo durante cierto tiempo. En un entorno en el que los inversionistas esperan injustificadamente medidas más restrictivas en la política monetaria, ese estímulo atravesaría la curva de rendimientos e incrementaría los precios de otros activos.

Si un banco central no quiere atarse de manos haciendo promesas sobre sus acciones futuras, podría aclarar que lo que promete está condicionado a la evolución de la economía, sin precisar fechas. De esta manera, el banco central podría comprometerse a mantener las tasas de interés a corto plazo en un nivel bajo hasta que ocurra determinado evento. No obstante, al banco central le podría preocupar que el público le pierda confianza si fijó un disparador demasiado ambicioso que no pueda cumplirse rápidamente.



Ball: Con la tasa de los fondos federales en el 1,25%, "no hay mucho margen de maniobra para equivocarse ni capacidad para hacer frente a choques imprevistos".



Reinhart: "La Reserva Federal dispone de instrumentos que le permitirán seguir imprimiendo impulso monetario llegado el caso."

**Modificar la composición del balance del banco central.** Aunque manipular el balance del banco central entraña numerosos riesgos, las políticas encaminadas a modificar su composición podrían subrayar la solidez de un compromiso de mantener bajas las tasas de interés. La compra de títulos a largo plazo podría indicar que el banco central considera poco probable que haya que aplicar una política monetaria más restrictiva. Aparte de influir en las expectativas, el cambio de composición de la cartera podría reducir las primas de los títulos del Tesoro a más largo plazo.

**Ampliar el balance del banco central.** Otra forma de estímulo, señaló Reinhart, podría ser la ampliación del



De izq. a der.: Manmohan Kumar, Kenneth Rogoff, Laurence Ball, Vincent Reinhart y Kim Schoenholtz; todos coincidieron en que, por lo que respecta a la deflación, la mejor política es la prevención.

balance del banco central. En la mayoría de los casos, los bancos centrales distienden la política monetaria aumentando el volumen de reservas de los bancos comerciales y calibrando esa distensión fijando como meta el precio de las reservas (una tasa de interés a corto plazo). Un banco central podría reorientar su estrategia centrándose en la cantidad de las reservas o en el crecimiento de este agregado, en vez de centrarse en su precio. En esencia, ello se basa en la observación de que un rápido aumento de las reservas se traduce, en última instancia, en una subida del nivel general de precios. Sin embargo, la asociación a largo plazo no brinda mucha orientación respecto al comportamiento a corto plazo de la economía, lo que significa que sería difícil calibrar los efectos en la política y cabría el riesgo de confundir a los participantes en el mercado.

En definitiva, insistió Reinhart, la Reserva Federal dispone de instrumentos que le permitirán seguir imprimiendo impulso monetario llegado el caso, pero, a juzgar por una previsión convencional como la que aparece en la última edición de *Perspectivas de la economía mundial*, del FMI, cabría pensar que no será necesario. Schoenholtz contrastó la flexibilidad y la agresividad de las políticas en Estados Unidos con el tono vacilante de Japón y las limitaciones que se observan en Alemania. Las autoridades fiscales y monetarias estadounidenses han instrumentado un enorme programa de estímulo que, probablemente, impulsará la actividad económica. Estas medidas preventivas

pueden ayudar a hacer creíble la retórica de la Reserva Federal respecto a una política simétrica encaminada a asegurar la estabilidad de precios y a maximizar un crecimiento sostenible a largo plazo.

### Experiencia con la deflación

En el período de la posguerra, la experiencia mundial en materia de deflación ha sido limitada, pero, según Schoenholtz hay motivos para pensar que las medidas de política agresivas que influyen en las expectativas sobre el nivel de precios pueden frenar deflaciones sostenidas incluso después de haberse iniciado. A su juicio, el riesgo de que la deflación se acentúe en Japón es muy preocupante y señaló que, si bien Alemania puede evitar incluso una deflación transitoria, tiene pocas opciones en materia de política si se producen nuevas perturbaciones contractivas de importancia. La política fiscal alemana está limitada por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea, que impone un tope sobre el gasto, mientras que la política monetaria la controla el Banco Central Europeo. Hasta cierto punto, la reforma estructural es en realidad su primera línea de defensa en este momento, afirmó Rogoff. Quizá sea así, añadió Schoenholtz, pero si bien en Alemania las reformas por el lado de la oferta orientadas al crecimiento pueden revitalizar los gastos de inversión, la voluntad política para emprender reformas impopulares parece limitada.

Tanto en Japón como en Alemania, la cuestión clave es la falta implícita de credibilidad contra la deflación, explicó Schoenholtz. En Japón, se percibe que el crecimiento exponencial del déficit público limita la política fiscal y, como resultado, la atención se centra en el Banco de Japón. Sin embargo, la experiencia de la última década ha convencido a muchos observadores de que el banco central no actúa con simetría respecto a los riesgos al alza y a la baja para la estabilidad de precios. Mientras no cambie esa opinión, las posibilidades de frenar la deflación parecen escasas. De hecho, afirmó, si el banco central desea frenar la deflación, el mecanismo clave de transmisión serán probablemente los precios de los activos. Desafortunadamente, el descenso sostenido de dichos precios durante el pasado año demuestra que la política monetaria no brinda todavía el estímulo necesario. ■

En el informe del personal "Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options—Findings of an Interdepartmental Task Force", preparado bajo la dirección de Kenneth Rogoff, se presentan las conclusiones del grupo de trabajo interdepartamental integrado por Manmohan S. Kumar (Jefe), Taimur Baig, Jörg Decressin, Chris Faulkner-MacDonagh y Tarhan Feyzioglu. El texto completo del informe y la transcripción del foro económico del FMI sobre deflación pueden consultarse en [www.imf.org](http://www.imf.org). El informe se publicará en julio como Occasional Paper.

## Indonesia fija el curso de su futuro

(Continuación de la página 169) por las secuelas de los atentados del 11 de septiembre y el de Bali en octubre pasado, el brote del SRAS en la región y la guerra en Iraq, entre otras cosas. La economía ha resistido bastante bien estas conmociones.

Si bien las condiciones básicas están dadas, el crecimiento deberá acelerarse a alrededor del 6% para lograr una reducción apreciable del desempleo y la pobreza. Esto exigirá un esfuerzo mucho mayor por mejorar el clima para las inversiones, incluidas la adopción de reformas legales, medidas contra la corrupción y normas laborales equilibradas que protejan a los trabajadores y provean, al mismo tiempo, suficiente flexibilidad en el mercado laboral.

También deberá hacerse hincapié en la descentralización fiscal y económica. Este es uno de los componentes más importantes del proceso de democratización (un componente que el FMI ha venido respaldando), aunque también ha generado varias inquietudes en materia tributaria, comercial y normativa. Para que sea eficaz, la descentralización debe llevarse a cabo de manera coordinada; de lo contrario, será difícil que las empresas puedan planificar y realizar sus actividades de manera estable. El mejoramiento de la administración tributaria y aduanera será particularmente importante. Estas son las áreas que afectan el clima para la inversión extranjera e interna, e Indonesia deberá reorientar sus esfuerzos en esa dirección.

### BOLETÍN DEL FMI: ¿Existe la voluntad necesaria para llevar a cabo las reformas?

**CITRIN:** Esa voluntad existe en muchos funcionarios del gobierno. El problema consiste en encontrar la forma de implementar esas reformas en el marco de una nueva democracia. Indudablemente, el gobierno está consciente de estos problemas y quiere resolverlos. Sin embargo, en muchas áreas, como el área jurídica, se necesitan reformas fundamentales de los métodos de trabajo y prácticas eficientes basadas en una gestión de gobierno eficaz y en la rendición de cuentas. Si bien el país se encuentra bien encaminado en lo que respecta al establecimiento de instituciones, leyes y reglamentos apropiados, la implementación y la consolidación de estas reformas van a tomar tiempo.

### BOLETÍN DEL FMI: ¿Estima que el tamaño e influencia de la economía china también es un factor importante?

**CITRIN:** Obviamente, el poderío económico de China plantea nuevos dilemas, aunque esto no deberá, necesariamente, percibirse como un factor negativo para Indonesia o el resto de la región. El crecimiento de China proporciona un enorme mercado de exportación para Indonesia, que además recibe un gran volumen de inversión directa desde China. El crecimiento

de una economía china integrada con el resto del mundo, incluida la región de Asia sudoriental, es beneficioso para Indonesia y no debería provocar temores. Claro está, la economía indonesia debe tener la flexibilidad necesaria para ajustarse a esta situación.

**BOLETÍN DEL FMI:** Evidentemente, los problemas del sector bancario de Indonesia fueron un factor importante durante la crisis financiera de Asia. ¿En qué medida ha sido eficaz la reestructuración? ¿Qué papel desempeñan los bancos extranjeros en este proceso?

**CITRIN:** El proceso de reestructuración se centró, primero que nada, en la estabilización y recapitalización del sistema bancario. Esto ya se logró. La segunda etapa comprendió una devolución de la propiedad al sector privado, porque esa es la mejor forma de garantizar que la intermediación financiera se efectúe en base a principios comerciales y una buena gestión empresarial.

Si bien el inicio de la segunda etapa fue muy lento, en el último año y medio se han hecho importantes avances. Desde comienzos de 2002 se han vendido los intereses mayoritarios de tres bancos intervenidos durante la crisis. Todavía hay muchos bancos que deberán reintegrarse al sector privado, un proceso que el Organismo de Reestructuración Bancaria de Indonesia prevé concluir a comienzos de 2004. También se han empezado a vender los intereses de otros bancos que estaban en manos del Estado con anterioridad a la crisis.

Este proceso ha permitido aumentar la propiedad privada y la competencia profesional. Las tres ventas de bancos por parte del organismo de reestructuración han comprendido la participación de inversores extranjeros, lo cual no solo ha suministrado capital, sino también conocimientos técnicos, que son muy necesarios. Estos bancos se encuentran actualmente en una situación mucho más sólida para apoyar la recuperación mediante el fortalecimiento de sus operaciones de préstamo.

Un aspecto esencial es la mejora de la gestión del riesgo. Deberá evitarse que los bancos comiencen a otorgar préstamos sin una supervisión y sistemas



Citrin: "Si bien las condiciones básicas están dadas, el crecimiento deberá acelerarse a alrededor del 6% para lograr una reducción apreciable del desempleo y la pobreza."

adecuados de gestión del riesgo interno. También se necesita a un grupo de prestatarios solventes a los que se les pueda otorgar préstamos. Si bien algunas de estas cosas tomarán tiempo, ya se observa una reanudación de las operaciones de préstamo a consumidores y empresas pequeñas y medianas. Estimamos que, en la actual etapa del proceso de reestructuración, los bancos deberían estar cada vez en mejores condiciones para reanudar sus funciones normales.

**BOLETÍN DEL FMI:** Durante y tras la crisis surgieron críticas en cuanto a que las exigencias planteadas por el FMI en el contexto de su respaldo al programa de ajuste eran excesivas. ¿Fue así?

**CITRIN:** Yo creo que no. El FMI siempre procura encontrar un equilibrio entre la necesidad de una adecuada identificación del país con los programas y el servicio que provee, o sea, el financiamiento condicional para alentar a los países a adoptar y aplicar unas decisiones acertadas, lo cual no siempre es fácil desde el punto de vista político.

La crisis de Indonesia fue más intensa que otras crisis en la región y los factores políticos empeoraron la situación. La implementación del programa sufrió varios traspies por dos o tres años, más o menos. Siempre es posible mirar hacia atrás y considerar en qué forma determinadas políticas podrían haberse formulado de manera diferente, pero, incluso si teóricamente se hubiera podido aplicar una política más eficaz, cabe preguntarse si habría sido posible aplicarla en un contexto político caótico, con la escasa información disponible para el personal en tantas áreas fundamentales.

No obstante, una vez que se recuperó la estabilidad y se logró una cierta regularidad en la aplicación de la política, el programa comenzó a dar resultados. En los últimos dos años la ejecución ha mejorado considerablemente, los esfuerzos del gobierno han empezado a dar frutos y la eficacia del enfoque básico del programa se hizo patente. Por consiguiente, el país podría encontrarse en condiciones de no necesitar un nuevo acuerdo de préstamo del FMI y dejar de depender del financiamiento excepcional del Club de París cuando finalice el programa actualmente respaldado por el Fondo a fines de 2003. Estos son objetivos plausibles, y serían un indicador del éxito del programa.

**BOLETÍN DEL FMI:** Independientemente de que Indonesia adopte o no otro programa de ajuste respaldado por el FMI, el próximo año se iniciará un nuevo ciclo electoral y, en Indonesia, estos ciclos son particularmente peligrosos. Los políticos se tientan a adoptar decisiones económicas con objetivos a corto plazo y resultados inciertos y, generalmente, se produce nerviosismo en los mercados. ¿Qué puede hacer Indonesia para mantener el rumbo fijado y la calma en los mercados?

**CITRIN:** Las autoridades tendrán que maniobrar con cautela durante ese período. Primero, deberán demostrar a la opinión pública, incluidos los mercados, que, tanto si se adopta o no un programa respaldado por el FMI, seguirán aplicando políticas macroeconómicas estables e implementando reformas estructurales uniformes. Deberán dejar en claro que han asumido este compromiso de adoptar políticas adecuadas por decisión propia, no porque el FMI se los haya impuesto. Seguidamente, tienen que convencer a la opinión pública y a los mercados de que están en condiciones de mantener el curso enunciado de la política mediante la adopción de medidas concretas.

**BOLETÍN DEL FMI:** Suponiendo que el país cumple con su parte, ¿qué ayuda puede proveer el FMI, en particular en caso de no adoptarse un programa respaldado por la institución?

**CITRIN:** Podemos respaldar a Indonesia de muchas maneras. También es importante que el país indique que seguirá cooperando con el FMI, y la comunidad internacional, de manera constructiva. La terminación del programa respaldado por el FMI, si tal es el curso que el país adopta, es una señal de que la recuperación se encuentra en etapa avanzada. Nosotros contaríamos con que, a partir de entonces, Indonesia mantendrá un diálogo habitual y constructivo con la comunidad internacional.

El FMI seguirá intercambiando opiniones y evaluando las políticas económicas de sus países miembros en el marco de las consultas anuales del Artículo IV y de la supervisión realizada mediante visitas oficiosas del personal de la sede y en la oficina de nuestro representante residente. Podemos seguir prestando asistencia técnica, si se la solicita. En la actualidad, Indonesia recibe asistencia técnica en materia de gestión tributaria y aduanera, gestión del gasto público, supervisión del sistema bancario y reforma jurídica. En lo que respecta a esta última área, estamos ayudando a Indonesia a crear un sistema de tribunales comerciales.

En su calidad de país miembro del FMI, Indonesia podrá usar los recursos del FMI si las circunstancias lo justifican, y el gobierno deberá mantener abiertas sus opciones. Sin duda, las autoridades están conscientes de que otros países de Asia afectados por la crisis ya se han “graduado” de los programas del FMI. En este sentido, entonces, resulta comprensible que quieran valérselas por sí mismas. El FMI favorece este enfoque; después de todo, es un indicador del éxito del programa.

No obstante, el nerviosismo de los mercados es un problema real. Durante 1999 y 2000 Tailandia y Corea convirtieron sus acuerdos de financiamiento en acuerdos de carácter precautorio. Otros países han solicitado estos acuerdos en circunstancias similares. Uno de los motivos de preocupación había sido el

“Sea cual fuere nuestra relación oficial, el FMI hará lo que pueda por apoyar a Indonesia.”

—Daniel Citrin

déficit de financiamiento; el otro, lo que el ministro de Hacienda ha denominado el “déficit de credibilidad”. Los indonesios deberán decidir por sí mismos cuál es la mejor forma de cubrir este déficit de credibilidad. Lo más importante es que Indonesia mantenga la

orientación de su política, con o sin un programa respaldado por el FMI. En definitiva, lo que realmente cuenta son las políticas y sus resultados. Independientemente de cuál sea nuestra relación oficial, el FMI hará lo que pueda por apoyar a Indonesia. ■

*Documento de trabajo del FMI*

## ¿Deben cerrarse los bancos en dificultades?

**U**na de las formas de resolver el problema de los bancos en dificultades es cerrarlos. No obstante, a fin de evitar perturbaciones las autoridades de los países suelen adoptar medidas extraordinarias para respaldarlos, por ejemplo, con inyecciones de fondos públicos. En un reciente documento de trabajo del FMI, titulado *What Happens After Supervisory Intervention? Considering Bank Closure Options*, Michael Andrews y Mats Josefsson sostienen que una cesación de actividades bien diseñada y ordenada (que puede incluir una liquidación parcial o total) permite proteger las funciones esenciales de los bancos en dificultades y, por ende, mitigar las perturbaciones.

Ya sea para hacer frente al problema de un banco en dificultades en tiempos normales o para resolver problemas sistémicos durante una crisis, todas las economías, independientemente de su etapa de desarrollo, han optado por cerrar bancos. Basándose en un estudio de las medidas adoptadas en 24 países —de los cuales 20 son economías en desarrollo o en transición— Andrews y Josefsson señalan que 80% de los países que lograron encarar las crisis con éxito incorporaron a su estrategia la cesación de actividades. En los años noventa, se cerraron cientos de bancos en 12 de las economías en transición de los Estados bálticos, Europa oriental y la Comunidad de Estados Independientes, sin que ello generase efectos de contagio, costos altos o problemas sociales.

¿A qué se debe, entonces, la aparente renuencia de las autoridades a cerrar los bancos en dificultades? Son varias las razones: inquietudes acerca de la conmoción que ello podría crear para los depositantes, los prestatarios, los acreedores y el sistema de pagos; la posibilidad de provocar pánico bancario, y la aversión a que los depositantes incurran en pérdidas, sobre todo si no existe un seguro de depósitos o garantías estatales. No obstante, los autores señalan que todos estos problemas pueden mitigarse poniendo en marcha un proceso ordenado y bien concebido para cerrar los bancos. Aunque se puedan adoptar medidas extraordinarias en una crisis sistémica para evitar los cierres y proteger un segmento de un sector bancario afligido por insolvencia, los riesgos de hacerlo son significativos. Según los autores, el uso de fondos públicos puede distorsionar el mercado y crear incentivos

perniciosos y, en última instancia, socavar en lugar de fortalecer el sector bancario.

### Cómo hacer frente al problema de un banco en dificultades

El cierre de un banco no tiene por objetivo castigar a los accionistas o al banco y, por lo general, la decisión de suspender las operaciones de un banco no se toma aislada o súbitamente. Aunque pueden surgir problemas graves inesperadamente, la decisión de cerrar un banco insolvente suele ser la culminación de un esfuerzo por resolver sus problemas.

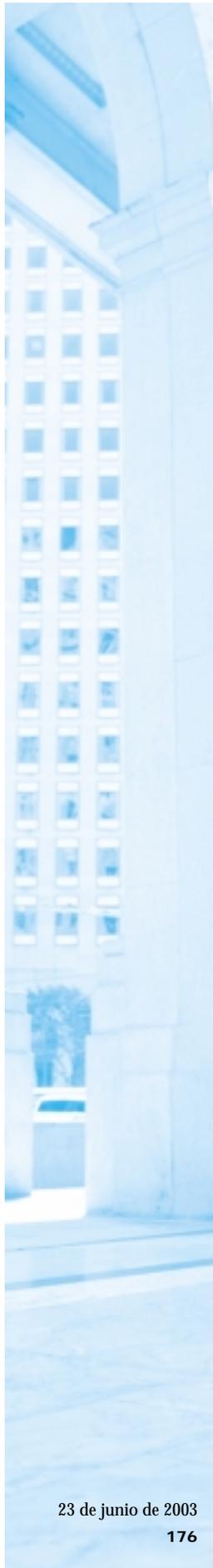
Cuando se trata de bancos individuales, los autores subrayan que la solución debe ser enfrentar el problema

### Procedimientos para la intervención de bancos en dificultades

En una intervención las siguientes medidas son esenciales:

- Deben nombrarse un administrador y un equipo de respaldo cuya primera tarea sea asumir lo antes posible el control de todas las funciones clave del banco.
- Deben revocarse inmediatamente las funciones de los directivos existentes, sobre todo para suscribir contratos, firmar y transferir dinero.
- Deben efectuarse declaraciones a la prensa, clientes importantes y al público.
- Deben requisarse y sellarse los sistemas de transferencia electrónica y de telex, las salas de operaciones y las terminales.
- Deben incautarse y sellarse las cajas fuerte y las sucursales y congelarse los saldos frente a bancos corresponsales.
- Deben requisarse los sistemas informáticos velando por que existan mecanismos de respaldo y almacenamiento y procedimientos contra catástrofes.
- Debe confiscarse la documentación del banco, sobre todo las actas del directorio, los registros de crédito y los acuerdos de garantía.

Una vez que el administrador y el equipo de respaldo hayan asumido el control del banco deben centrarse en las labores que llevan más tiempo, como la evaluación financiera, la necesidad de contratación, la auditoría y la declaración de datos.



subyacente, a saber, sus causas microeconómicas (generalmente deficiencias en las prácticas bancarias), perturbaciones macroeconómicas (como la crisis del petróleo en los años setenta) o causas sistémicas o estructurales (por ejemplo, distorsiones del mercado ocasionadas por bancos estatales o la concesión de crédito dirigido). Únicamente en el caso excepcional de una perturbación macroeconómica que afecte a un banco por lo general solvente, para hacer frente al problema probablemente baste con otorgarle al banco un período de gracia para que se recapitalice. En todos los demás casos, deben resolverse los problemas de fondo para mejorar la situación del banco.

Pese a los mejores esfuerzos de los supervisores, habrá casos en que el banco no pueda seguir realizando sus operaciones sin poner en peligro la seguridad de los fondos de los depositantes. En esos casos, el supervisor deberá intervenir asumiendo el control del banco y las facultades de sus directivos y accionistas. Posteriormente, deberán evaluarse sin demora las operaciones y la situación financiera así como las opciones de la institución (véase el recuadro, pág. 175). Estas medidas deben aplicarse rápidamente, en general, unas pocas horas después de la intervención.

Aunque la evaluación de un banco intervenido pueda indicar que una reestructuración es factible, esa recomendación debe ser objeto de un examen crítico. Si bien la reestructuración podría hacer que el banco sea más atractivo para los inversionistas, desde el punto de vista de los costos puede ser más eficiente enajenar parte o todos los activos del banco. En el caso de los bancos grandes, la forma de abordar el problema es muy similar a la estrategia que se emplea para los bancos más pequeños, pero la solución es más complicada y difícil.

### Crisis sistémicas

El tipo de evaluación que se requiere en una crisis sistémica difiere de la que se realiza para la insolvencia de un banco individual. En ambos casos, sin embargo, los bancos que no sean viables deben liquidarse.

En una crisis sistémica, es preciso adoptar inmediatamente una serie de medidas para estabilizar el sistema, por ejemplo, el suministro de liquidez, el ofrecimiento de garantías globales para evitar retiros masivos de los bancos y el cierre sin demoras de las instituciones financieras no viables. Una vez estabilizado el sistema bancario, puede ser necesaria una segunda

ronda de cesaciones porque es difícil identificar todas las instituciones no viables durante una crisis.

Al hacer frente a una crisis sistémica o cuando varios bancos han sido intervenidos, las autoridades deben formular una estrategia integral para comunicar al público la trayectoria a seguir ya que la aplicación de medidas ad hoc crea incertidumbre y puede exacerbar los problemas. Hasta que no se haya formulado esa estrategia no debe adoptarse ninguna decisión sobre el uso de fondos públicos o sobre la aplicación de una política de tolerancia (que permita a los bancos descapitalizados seguir operando). Dicha estrategia debe establecer cómo se encararán los problemas de la banca y debe incluir pautas claras sobre la liquidación y la asistencia financiera extraordinaria a que podrían tener derecho ciertas instituciones (sujeta a salvaguardias para proteger los recursos invertidos).

### La crisis bancaria en Indonesia

Indonesia es un buen ejemplo de los errores que se cometen cuando se cierran los bancos y de la forma en que pueden corregirse dichos errores. Poco después de cerrarse 16 bancos pequeños insolventes el 1 de noviembre de 1997, el sector bancario empezó a ser objeto de retiros masivos debido a las garantías parciales que habían recibido los depositantes de los bancos cerrados y a la presunción de que otros bancos también estaban en peligro. En esta etapa no se contaba con una estrategia de reestructuración.

El 13 de marzo de 1999, las autoridades efectuaron una segunda ronda de cierres en el marco de un plan que garantizaba los depósitos y creaba una entidad de reestructuración y un plan de reestructuración empresarial. Como parte de ese proceso, se transfirieron en un fin de semana la mayoría de los depósitos de los 38 bancos intervenidos, lo que redujo al mínimo los inconvenientes para los depositantes. Las intervenciones y los cierres se publicaron ampliamente en los medios de comunicación electrónica e impresa, y se divulgaron a los clientes instrucciones completas sobre la forma de acceder a los fondos transferidos.

Los autores llegan a la conclusión de que lo ideal es actuar antes de que la situación del banco requiera intervención. Sin embargo, ello no siempre es posible, y cuando deba intervenir, ya sea en tiempos normales o en medio de una crisis, recomiendan que los supervisores estén dispuestos a considerar la cesación de actividades. ■

**Fotos:** Dimas, de AFP, págs. 169 y 174; Denio Zara, Michael Spiloto y Pedro Márquez, del FMI, págs. 170-73, 177-78 y 182-83; David O. Robinson, págs. 179-80, y Julan Du, pág. 183.

*What Happens After Supervisory Intervention? Considering Bank Closure Options* (IMF Working Paper No. 03/17), de Michael Andrews y Mats Josefsson, se encuentra a la venta al precio de US\$15 (véase la pág. 181). La versión completa aparece publicada en [www.imf.org](http://www.imf.org).

Cómo reducir una inflación alta y persistente

## ¿Qué medidas podrían funcionar en Turquía?

**E**n las últimas décadas varios países en desarrollo han registrado altas tasas de inflación e incluso hiperinflación. Para las autoridades económicas el reto está en reducir la inflación evitando perturbaciones económicas. La cuestión crítica es cuán rápida ha de ser la desinflación. En un documento de trabajo del FMI, titulado "Would 'Cold Turkey' Work in Turkey?", se examina la alta y persistente inflación que Turquía ha padecido en las últimas décadas. ¿Hasta qué punto se trata de una inflación inercial? ¿Sería factible una estrategia de desinflación rápida? Los autores, Oya Celasun, R. Gastón Gelos y Alessandro Prati (todos del Departamento de Estudios del FMI) comentaron sus conclusiones con el Boletín del FMI.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Cómo ha logrado Turquía, con una alta inflación crónica que se remonta a los años setenta, evitar la hiperinflación?

**CELASUN:** Es improbable que haya una sola explicación. Parecería, más bien, que se conjugaron una serie de factores que impidieron que la inflación alcanzara niveles hiperinflacionarios. Aunque nuestro estudio no se centra específicamente en ese tema, podría arrojar luz al respecto. Una de nuestras principales conclusiones es que los mecanismos de indexación basados en la inflación pasada no afectaron mucho a la determinación de los precios en los años noventa. Cuando se recurre en gran medida a la indexación, como en otros países con alta inflación, los efectos de una perturbación inflacionaria tienden a perpetuarse y duran más que la perturbación inicial. En consecuencia, a veces las autoridades se ven obligadas a recurrir a tasas de inflación cada vez más altas para recaudar un impuesto inflacionario. En Turquía es posible que se haya evitado la hiperinflación, en parte porque no se observaron esas rigideces, ya que las empresas fijaban sus precios basándose principalmente en las previsiones.

**BOLETÍN DEL FMI:** Se ha descrito la alta inflación de Turquía como "inercial", ¿qué significa esto desde el punto de vista de la desinflación?

**PRATI:** El grado de inercia es un buen indicador de la velocidad de la desinflación. Si esa inercia y la indexación basada en la inflación pasada influyen de forma importante en la determinación de los precios, es preferible adoptar un enfoque gradual. Por el contrario, si el papel de estos factores en la determinación de los precios es limitado, hay margen para adoptar un enfoque más rápido. Los dos enfoques difieren en términos de costo de producto y, al respecto, las autoridades deben velar por que la desinflación se logre reduciendo ese costo al mínimo. Por eso es esencial efectuar una buena evaluación del grado de inercia en el proceso de determinación de los precios.

**GELOS:** La credibilidad es otra consideración que afecta a la velocidad de la desinflación. La falta de credibilidad de las políticas también puede contribuir a la inercia de la inflación. Si los precios se determinan en función de la evolución prevista, y la política de desinflación cuenta con un alto grado de credibilidad, la inflación puede reducirse rápidamente sin costos para el producto. Sin embargo, si la credibilidad es escasa podría argumentarse tanto a favor como en contra de una desinflación rápida.

**PRATI:** Si la duración de los contratos salariales y de precios es corta y se cree que quienes fijan los precios están aprendiendo, sigue siendo preferible una desinflación rápida para emitir una fuerte señal del cambio de régimen y, por lo tanto, reducir sin demoras las expectativas inflacionarias. Sin embargo, cuando los contratos son de larga duración y la credibilidad es baja, quizá sea necesario proceder más lentamente para evitar perturbaciones económicas.

**CELASUN:** Tal vez deberíamos mencionar los cauces a través de los cuales un lento ajuste de la inflación genera costos sobre el producto. Cuando se utiliza el tipo de cambio como ancla nominal en el proceso de desinflación, si no se logra reducir la inflación al nivel establecido como meta, puede producirse en última instancia una apreciación excesiva del tipo de cambio real. La sobrevaloración de la moneda impone un costo sobre el producto porque perjudica al sector de exportaciones y provoca con frecuencia crisis externas. Si, por el contrario, se utiliza como ancla nominal el dinero, la inercia de la inflación traerá consigo una reducción de la oferta de crédito real porque los precios aumentarían más rápidamente que los agregados monetarios y esa comprensión de la liquidez también entrañaría un costo sobre el producto.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Por qué se ha convertido la desinflación en un objetivo prioritario en la coyuntura actual?

**GELOS:** Una inflación alta siempre trae consigo costos para el producto. Reducir la inflación se tornó una prioridad en Turquía a finales de los años noventa porque las elevadas y volátiles tasas de inflación habían creado una prima de riesgo y provocado una subida de las tasas de interés reales. Hacia finales de la década,



R. Gastón Gelos



Oya Celasun

la carga de la deuda se convirtió en un problema apremiante y por consiguiente la reducción de la inflación y de las tasas de interés reales cobró gran importancia.

Además, a finales de los años noventa, Turquía era uno de los pocos países de ingreso mediano que seguían registrando tasas de inflación persistentemente altas, lo que reducía el atractivo del país para los inversionistas extranjeros. También se ha podido comprobar que, cuando la inflación fue más alta en los años noventa la tasa de crecimiento del producto fue, de hecho, más baja.



Alessandro Prati

**BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué función desempeñan las expectativas inflacionarias?**

**GELOS:** Además de determinar si las expectativas se forman basándose en la evolución pasada o en las previsiones, se deben conocer los factores concretos que las impulsan. En nuestro estudio, analizamos los datos de una encuesta para explicar cómo se crean dichas expectativas.

Sucede que, en Turquía, aparte de otros factores como la evolución de los precios en el pasado, las variables fiscales desempeñan una función importante en las expectativas de inflación.

**CELASUN:** En esencia, al analizar los factores que impulsan las expectativas inflacionarias se descubren formas de dar credibilidad al programa de desinflación. Como ya se indicó, la viabilidad de un proceso rápido depende, en parte, de la credibilidad del programa.

**BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué repercusiones tienen para la formulación de las políticas los resultados de su estudio?**

**PRATI:** En Turquía la determinación de los precios se basa en parte en la inflación pasada y, por lo tanto, en un componente inercial. No obstante, llegamos a la conclusión de que este componente no es dominante y

su importancia ha ido disminuyendo con el tiempo. De lo que se deduce que habría margen para emprender un proceso de desinflación relativamente rápido, pero con una advertencia importante: en Turquía las expectativas inflacionarias están impulsadas, en gran medida, por variables fiscales, concretamente por los resultados fiscales y las expectativas con respecto a las variables fiscales futuras. En consecuencia, un programa fiscal creíble puede contribuir a reducir las expectativas inflacionarias y debe ser parte integral, como de hecho lo es, de toda estrategia de desinflación.

**BOLETÍN DEL FMI: Estas estrategias se han estudiado a fondo. ¿Qué aporta su estudio a lo que ya se ha escrito?**

**GELOS:** Algunas de nuestras conclusiones trascienden el caso concreto de Turquía. Una novedad es que analizamos los datos de un estudio y llegamos al tema de la desinflación examinando no solo los precios sino también las expectativas inflacionarias. En segundo lugar, comparamos Turquía con otros dos países de alta inflación: Uruguay y Brasil. Uruguay se asemeja a Turquía en que sus tasas de inflación fueron persistentemente altas pero no desembocaron en una situación explosiva y se logró reducirlas en los años noventa. Brasil también registró una inflación alta y persistente, pero se diferencia en que siempre se consideró que tenía muchos mecanismos de indexación. Examinamos estos dos países antes de que aplicaran programas de estabilización y comparamos la persistencia de la inflación con la situación de Turquía, y llegamos a la conclusión de que en este caso, la inflación fue menos persistente.

**CELASUN:** En nuestro análisis también se documenta que las variables fiscales influyen en la formación de las expectativas inflacionarias en los países fuertemente endeudados. También se demuestra que, durante un programa de desinflación, el comportamiento de los agentes económicos respecto a la determinación de los precios puede variar notablemente.

**PRATI:** Hay una característica del programa de estabilización de diciembre de 1999 que puede haber contribuido a reducir la inercia. El programa modificó el mecanismo de indexación de los salarios en el sector público: en vez de basarse en la inflación pasada, los aumentos se indexaron en función de la tasa de inflación establecida como meta. De lo que se desprende que, al diseñar un programa de desinflación, no siempre hay que considerar el grado de inercia como un factor dado, sino que pueden adoptarse medidas para reducir la indexación y determinar los precios más en función de las expectativas. ■

**Tasas del FMI**

Semana del	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
9 de junio	1,66	1,66	2,19
16 de junio	1,51	1,51	1,99

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 cinco países cuyas monedas constituyen la cesta de valoración del DEG. La tasa de remuneración es la tasa de rentabilidad del saldo remunerado de los países miembros en el tramo de reserva. La tasa de cargos, una proporción de la tasa de interés del DEG, es el costo del uso de los recursos financieros del FMI. Las tres tasas se calculan todos los viernes y se aplican a la semana siguiente. Las tasas básicas de remuneración y de cargos se ajustan además con arreglo a los mecanismos de distribución de la carga. Las tasas más recientes pueden obtenerse llamando al teléfono (202) 623-7171 o consultando el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2003](http://www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2003)).

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

Datos: FMI, Departamento Financiero

*Would "Cold Turkey" Work in Turkey?* (IMF Working Paper No. 03/49), de Oya Celasun, R. Gastón Gelos y Alessandro Prati, se encuentra a la venta al precio de US\$15 (véase la pág. 181). La versión completa aparece publicada en [www.imf.org](http://www.imf.org).

Conferencias de la CEI

## La reforma comercial y el desarrollo del sector financiero en la República Kirguisa

**L**as conferencias celebradas en Bishkek los días 10 y 12 al 13 de mayo marcaron el décimo aniversario de la puesta en circulación de la moneda nacional de la República Kirguisa y pusieron de relieve los progresos económicos alcanzados en los países de la Comunidad de Estados Independientes (CEI). Pero los participantes también fijaron la mirada en el futuro, considerando qué se necesita para mantener los sólidos resultados macroeconómicos registrados en la región. La prioridad número uno es la promoción del comercio y también el desarrollo del sector financiero.

Hace 10 años, la República Kirguisa se convirtió en el primer país de la CEI que abandonó la zona del rublo y emitió su propia moneda (el som). Al igual que otros países de la CEI, tuvo que hacer frente a la hiperinflación al liberalizarse los precios, pero las autoridades poco pudieron hacer para controlar la expansión monetaria debido a la falta de claridad de las relaciones financieras entre los países de la CEI. Pronto se hizo evidente que el país necesitaba una moneda nacional para facilitar la estabilización macroeconómica.

No obstante, la decisión de abandonar la zona del rublo constituyó un difícil paso político. Como señaló el Presidente Askar Akaev, el pueblo kirguís había tenido moneda en circulación desde tiempo inmemorial, pero ahora se estaban dando los pasos para crear una moneda nacional quizá por primera vez en varios milenios. Diez años después de tomar esta decisión, Akaev afirmó con total confianza que “la introducción del som fue una medida absolutamente correcta y oportuna”. La inflación se redujo del 929% en 1993 al 2,3% en 2002, el crecimiento medio en 1996–2002 fue del 4,7% y el tipo de cambio, salvo durante el período de crisis financiera en Rusia en agosto de 1998, ha sido bastante estable y se ha apreciado frente al dólar de EE.UU. en los tres últimos años.

### Mantener el sólido crecimiento económico

¿Qué podría hacer la República Kirguisa para seguir creciendo a una tasa más alta que la de la economía mundial? Es evidente que lo esencial es adoptar políticas sólidas y emprender con determinación las reformas necesarias. Eduardo Aninat, Subdirector Gerente del FMI, destacó tres pasos esenciales:

- Eliminar el mal gobierno y la corrupción que enrarecen el clima empresarial y de inversión.
- Acelerar la reforma del sector financiero mostrando tolerancia cero por el mal desempeño de los bancos. Los bancos que no cumplan las normas de prudencia, afirmó Aninat, sencillamente deben cerrarse.

- Eliminar el déficit cuasifiscal de las empresas de energía. De lo contrario, se socavarán las políticas fiscales prudentes.

### Perspectiva regional

John Odling-Smee (Director del Departamento de Europa II del FMI) señaló que la mayoría de los países de la CEI han registrado un sólido desempeño macroeconómico desde la crisis financiera de Rusia de 1998. Los países exportadores de petróleo y los que más han avanzado en la implementación de las reformas de mercado han obtenido muy buenos resultados.

Lo que hay que hacer ahora, afirmó Odling-Smee, es mantener el crecimiento y, a este respecto, la reforma comercial es un elemento clave. La apertura comercial en los países de la CEI es baja, apenas el 12% del PIB en 2002, lo que contrasta con el 32% de otras economías en transición y el 49% de la Unión Europea (UE). Este nivel tan bajo limita las oportunidades de crecimiento. La dirección de la causalidad entre la liberalización del comercio y el crecimiento puede ser todavía objeto de acalorado debate —añadió— pero ningún país ha prosperado en forma sostenida en un régimen de autarquía o limitando el comercio. A juzgar por los cálculos, la CEI en conjunto debería tener un 50% más de intercambios comerciales de lo que tiene actualmente. En la República Kirguisa, el comercio podría ser cuatro veces mayor.

¿Qué es entonces —se preguntó Shamshad Akhtar (Subdirectora General del Banco Asiático de Desarrollo)— lo que está frenando a la CEI? Señaló toda una serie de limitaciones, principalmente, la falta de diversificación (de productos y mercados), la deficiente infraestructura y los problemas derivados de las fallas en los organismos de aduanas. Para atenuar estas limitaciones habría que potenciar la cooperación regional; no basta con aplicar estrategias nacionales.

### Desarrollo del sector financiero

El comercio exterior no es el único ámbito en el que hay notable margen de mejora. A pesar del sólido desempeño macroeconómico de los últimos años, los países de la CEI-7 (Armenia, Azerbaiyán, Georgia, Moldova, República Kirguisa, Tayikistán y Uzbekistán) han registrado un nivel mucho más bajo de desarrollo del sector financiero y un ritmo mucho más lento de remonetización que otras economías en transición. En la conferencia de los días 12 y 13 de mayo, celebrada con asistencia financiera de FIRST (una organización de donantes bilaterales que presta asistencia técnica al sector financiero), se analizó por qué en estas





economías la intermediación financiera ha seguido siendo tan baja y se mencionó el mantenimiento de los grandes diferenciales entre las tasas activas y pasivas, que han seguido siendo muy altas. El hecho de que las tasas activas reales sean altas significa, lógicamente, que el nivel de crédito al sector privado es bajo y que muchas empresas dependen de sus recursos para financiar la inversión (véase el cuadro).

Gianni De Nicoló (economista principal en el Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros del FMI) sostuvo que el hecho de que las tasas de interés reales de los préstamos sean altas en la región puede deberse a la combinación de la falta de confianza de los depositantes en el sistema bancario y el alto riesgo de crédito. Y este riesgo, afirmó, no guarda relación con las condiciones macroeconómicas, sino más bien con las dificultades que conlleva la calificación del crédito, el precario entorno jurídico que solo protege

bancario. La República Kirguisa ha dado algunos pasos en esta dirección antes de introducir la garantía de depósitos.

Para reforzar el sistema bancario, el Estado debe abstenerse de participar en el sector. Tunc Uyanik (Director Sectorial, Banco Mundial) aconsejó a las autoridades que limiten su presencia en dicho sector a la creación de las instituciones, los mecanismos y los incentivos necesarios para garantizar unas prácticas bancarias prudentes y la regulación y el seguimiento apropiados del sistema bancario. Todos los países de la CEI-7 comenzaron con un sistema bancario totalmente estatal, pero en la mayoría el Estado ha dejado de intervenir en las operaciones bancarias comerciales. Actualmente, solo se mantiene una participación estatal significativa en Azerbaiyán y Uzbekistán, y Azerbaiyán está en proceso de privatizar sus tenencias. Vadim Kubanov (Vicepresidente del Banco Nacional de Azer-

baiyán) explicó que dichas tenencias se eliminarían en gran medida tras la venta prevista del Banco Internacional de Azerbaiyán (que concentra alrededor del 60% de los activos del sector bancario) a un grupo de inversionistas estratégicos y nacionales.

¿Cómo está funcionando la banca privada en la región? La experiencia inicial, es decir hasta 1995-96, fue decepcionante.

Normalmente, el sector lo integraban unos pocos de los antiguos bancos estatales y un gran número de bancos pequeños poco capitalizados, vinculados a empresas o individuos concretos. La situación ha mejorado desde entonces, afirmó Adalbert Winkler (economista principal, Banco Central Europeo). Los bancos privados han comenzado a crecer a medida que se ha afianzado la estabilización macroeconómica y se ha reforzado la supervisión bancaria.

De hecho, sugirió Winkler, el desarrollo del sector bancario privado es un reflejo de la experiencia de los países más avanzados en la transición, salvo en el papel de los bancos extranjeros. En algunos países candidatos a la UE, la banca extranjera concentró hasta un 80% de los activos bancarios e impulsó el desarrollo del sector. En cambio, en los países de la CEI-7, los bancos extranjeros han desempeñado un papel menor y apenas han tenido impacto en la calidad de los servicios bancarios o en el estímulo de la competencia. Suerkul Abdybaly (miembro del Directorio del Banco Nacional de la República Kirguisa) observó que la mayoría de los bancos extranjeros operantes en su país funcionan como sistemas de pago y liquidación para sus clientes. Los representantes de otros bancos centrales mencionaron experiencias similares en sus países.

Si bien es un hecho reconocido que una reglamentación y una supervisión bancarias eficaces son un elemento esencial de todo sistema bancario estable, los

**Limitaciones financieras para las economías de la CEI-7**

(Porcentaje)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Razón M2/PIB</b>							
CEI-7	12,6	13,0	11,9	12,0	12,6	12,9	13,8
Otros de la CEI	11,0	11,6	12,9	14,4	16,2	18,1	22,1
ECyO+B <sup>1</sup>	40,0	42,2	42,2	43,7	45,5	48,1	49,3
<b>Diferencial entre tasas de préstamos y depósitos en moneda nacional</b>							
CEI-7	25,2	27,3	28,1	15,3	18,3	15,2	12,6
ECyO+B <sup>1</sup>	8,5	6,7	6,3	6,5	6,0	5,4	5,3
<b>Tasas de interés reales sobre los depósitos</b>							
CEI-7	0,0	11,1	16,0	5,7	2,9	6,6	6,0
ECyO+B <sup>1</sup>	-2,4	0,1	1,7	2,3	1,5	1,3	1,2
<b>Tasas de interés reales para los préstamos</b>							
CEI-7	25,2	38,4	44,1	21,0	21,2	21,8	18,6
ECyO+B <sup>1</sup>	6,1	6,8	8,0	8,8	7,5	6,7	6,5

<sup>1</sup>Europa central y oriental más los países bálticos.

Datos: FMI, *International Financial Statistics*.

en forma limitada los derechos de los acreedores y las deficientes prácticas de gestión del riesgo en los bancos. Martin Raiser (Director de Estrategia y Análisis de Países, del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo) mencionó otro factor importante: la apertura de una cuenta bancaria da visibilidad a una empresa ante las autoridades tributarias. Dados los incentivos actuales para mantenerse en la economía sumergida, muchas empresas optan por quedarse al margen del sistema bancario formal.

Una forma de fomentar los depósitos es garantizarlos, pero, como es bien sabido, la introducción del seguro de depósitos en un sistema bancario poco desarrollado con una supervisión deficiente conlleva riesgo moral. Hubo división de opiniones respecto a la conveniencia y al momento oportuno de introducir un plan de esa naturaleza. Kazajstán actuó con rapidez para adoptarlo reforzando, al mismo tiempo, el sistema

representantes de los bancos comerciales presentes en la conferencia expresaron su inquietud por lo que denominaron una clara disyuntiva entre las políticas encaminadas a reforzar la solvencia de los bancos mediante una supervisión más estrecha y rigurosa y el costo para los prestatarios. A su juicio, la reglamentación ya es rigurosa y está fomentando el desarrollo de instituciones financieras no bancarias que, en gran medida, escapan a la regulación.

Por último, dado el interés en estimular la iniciativa privada, el debate se centró en cómo ayudar a las empresas sin experiencia a despegar, y a las pequeñas y medianas empresas, a obtener el capital necesario para crecer. Todos coincidieron en que, hoy en día, tanto las microempresas como las empresas pequeñas y medianas tienen muy poco acceso al financiamiento bancario.

Según Ira Lieberman (Asesor principal de política económica del Banco Mundial), las instituciones de microfinanzas están empezando a desarrollarse en la

región, pero actualmente el sector está dominado por organizaciones no gubernamentales que dependen del financiamiento de los donantes más que del ahorro local. Además, afirmó que dichas instituciones se concentran en las zonas urbanas más que en las zonas rurales que son cruciales en muchas economías de la CEI-7. Isaac Svartsman (Asesor del FMI para el Banco Nacional de la República Kirguisa) concluyó con un comentario práctico, advirtiendo que es importante recordar todo lo que pueden lograr las instituciones de microcrédito y que también será necesario supervisar este sector. ■

David O. Robinson  
Departamento de Europa II, FMI

El texto completo de las intervenciones y los documentos de antecedentes de las conferencias están disponibles, en inglés y ruso, en el sitio del Banco Nacional de la República Kirguisa en Internet ([www.nbkr.kg](http://www.nbkr.kg)).

## Publicaciones recientes

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

- 03/97: "Regional Convergence and the Role of Federal Transfers in Canada", Martin D. Kaufman, Phillip L. Swagel y Steven V. Dunaway
- 03/98: "IMF Conditionality and Program Ownership: A Case for Streamlined Conditionality", Nuri S. Erbas
- 03/99: "Foreign Exchange Intervention and the Australian Dollar: Has It Mattered?" Hali Edison, Paul A. Cashin y Hong Liang
- 03/100: "Catalyzing Capital Flows: Do IMF-Supported Programs Work as Commitment Devices?" Ashoka Mody y Diego Saravia
- 03/101: "Emerging Issues in Banking Regulation", Ralph Chami, Mohsin S. Khan y Sunil Sharma
- 03/102: "Bayesian VARs: A Survey of the Recent Literature with an Application to the European Monetary System", Matteo Ciccarelli y Alessandro Rebucci
- 03/103: "Armenia: The Road to Sustained Rapid Growth—Cross-Country Evidence", Garbis Iradian
- 03/104: "Estimation of the Equilibrium Real Exchange Rate for Malawi", Johan Mathisen
- 03/105: "Overshooting and Dollarization in the Democratic Republic of the Congo", Philippe Beaugrand
- 03/106: "Anticipating Credit Events Using Credit Default Swaps with an Application to Sovereign Debt Crises", Jorge Chan-Lau

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

- (El nombre de un país indica que el informe trata sobre la consulta del Artículo IV.)
- 03/123: Romania: Third Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Waiver of Performance Criterion
- 03/124: Hungary
- 03/125: Hungary: Selected Issues
- 03/126: Hungary: Report on the Observance of Standards and Codes
- 03/127: Republic of Korea: Report on the Observance of Standards and Codes
- 03/128: Colombia: Report on the Observance of Standards and Codes
- 03/129: Azerbaijan Republic: Joint Staff Assessment of the Poverty Reduction Strategy Paper
- 03/130: Azerbaijan Republic—Selected Issues and Statistical Appendix
- 03/131: Former Yugoslav Republic of Macedonia: 2003 Article IV Consultation and Request for Stand-By Arrangement
- 03/132: Ghana: Joint Staff Assessment of the Poverty Reduction Strategy Paper
- 03/133: Ghana
- 03/134: Ghana: Selected Issues
- 03/135: Burundi: Use of Fund Resources—Request for Postconflict Emergency Assistance
- 03/136: Former Yugoslav Republic of Macedonia: Selected Issues and Statistical Appendix

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

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

**Para restablecer la confianza en la economía mundial es esencial revitalizar la colaboración entre el sector público y el sector privado**

*¿Qué pueden hacer las autoridades y los participantes en el mercado para restablecer la confianza en la economía mundial y en los mercados financieros? El 4 de junio, Horst Köhler, Director Gerente del FMI, en una alocución en el Instituto de Finanzas Internacionales de Berlín, señaló que es mucho lo que se puede hacer en el sector público para estimular el comercio, proteger el sistema financiero internacional, reforzar la prevención de crisis y garantizar una solución más eficaz de las mismas, pero también instó al sector privado a comprometerse más para restaurar la confianza del público en general y, más concretamente, en el sistema financiero mundial. A continuación se presentan fragmentos traducidos de su intervención. El texto completo en inglés ("A Public-Private Partnership for Confidence-Building") puede consultarse en el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org](http://www.imf.org)).*

Creo que todos estamos de acuerdo en que, a efectos de asignación de capital, lo mejor es recurrir sobre todo al sector privado y a su capacidad de financiamiento. Es esencial mantener un marco básico de confianza entre los ahorristas, los prestatarios y las instituciones financieras, tanto en las economías desarrolladas como en los mercados emergentes. Corresponde al sector oficial establecer un marco institucional fiable y creíble. Los mercados mundiales funcionan mejor si se aplican normas coherentes sin distinción de fronteras geográficas o sectores industriales. Si no son uniformes, dichas normas deben al menos ser compatibles en el sentido de que puedan aplicarse las mismas reglas a las mismas actividades y los mismos riesgos.

Quiénes, planeando su jubilación, colocan sus ahorros en manos de gestores privados necesitan poder confiar en ellos. Al respecto, lo ocurrido en los últimos tiempos no ha sido precisamente ejemplar. El estallido de la burbuja de las cotizaciones bursátiles ha puesto de manifiesto la avaricia y, en ocasiones, la conducta fraudulenta sin apelativos de algunos que han socavado en parte la confianza tan esencial para el buen funcionamiento de los mercados financieros. La pérdida de reputación resultante puede variar de unas regiones a otras y en función de las diferencias culturales. Pero el tratar de encontrar culpabilidades solo en el bando contrario no ayudará a restablecer la confianza en el sistema. Solo retrasará las medidas necesarias.

Lo que se precisa, en particular, es un proceso visible de reflexión y corrección por parte del propio sector privado. En interés de todos, conviene que se vea el funcionamiento de las fuerzas autocorrectoras del mercado y esto debe aplicarse no solo a la corrección de los precios irracionales de los activos financieros, sino también al comportamiento irresponsable. La experiencia reciente ha demostrado que un repunte de la productividad económica no ha hecho que se torne obsoleta la ley de la gravedad en las finanzas. Hemos presenciado los peligros que conlleva centrar en exceso la atención en las expectativas de beneficio a corto plazo. A medida que un "nuevo realismo" está reemplazando a la cultura del "vale todo", lo que se necesita es una nueva

cultura basada en la responsabilidad, un renovado sentido de responsabilidad ética y un reconocimiento amplio de la necesidad de alimentar una cultura de creación de valores más sostenible.

Creo firmemente en las fuerzas autocorrectoras del mercado, pero no se trata de algo gratuito o automático. Los directorios de las empresas, la alta administración y los comités de control del riesgo están llamados a desempeñar un papel crucial en este sentido ejerciendo un autocontrol y una vigilancia prudentes, lo que requiere no solo los incentivos apropiados, sino también el valor de asumir posturas contrarias cuando prevalece el efecto de manada. Por su propio interés, el sector privado no debe esperar a que los legisladores o los organismos fiscalizadores le digan lo que tiene que hacer. Yo personalmente preferiría confiar en la capacidad del sector privado para dar respuesta a un conflicto de intereses y desarrollar o mejorar mecanismos que eviten efectivamente que la situación se vaya de las manos.

Por supuesto, las recientes fallas de los sistemas de frenos y contrapesos, tanto públicos como privados, han subrayado la necesidad de aplicar algo más que un poco de autodisciplina ilustrada. Sin embargo, lo que también es importante es no permitir que el péndulo de las medidas reglamentarias oscile excesivamente de un extremo al otro. En última instancia, nos gustaría que se estimularan la iniciativa privada y la asunción de riesgos, no que se apliquen procedimientos burocráticos agobiantes. Así pues, es necesario encontrar el equilibrio entre el exceso y el defecto de regulación. En este terreno, asociaciones comerciales como el Instituto de Finanzas Internacionales pueden desempeñar un papel importante para ayudar a reforzar los lazos entre los objetivos de las políticas públicas y la viabilidad en la práctica diaria de las finanzas y el comercio.

No soy pesimista en absoluto. Tenemos muchos de los ingredientes necesarios para un crecimiento mundial sostenido más sólido con estabilidad financiera: mucho capital, un aumento sustancial del progreso tecnológico y amplia evidencia en los mercados emergentes y en los países en desarrollo de que vale la pena mantener el rumbo de la reforma.

Ahora lo que se necesita es la chispa para que vuelva a prender la confianza en todas las regiones y sectores. Para ello es preciso que las principales economías actúen con decisión y liderazgo, reconducir la política fiscal en Estados Unidos por una trayectoria que permita equilibrar los presupuestos a lo largo del ciclo económico, acelerar el proceso de reforma estructural, sobre todo en Europa y Japón, y dar un salto decisivo en la eliminación de las barreras al comercio internacional. Al mismo tiempo, es necesario que los líderes del mundo empresarial, financiero y comercial estén a la altura de las circunstancias y promuevan una cultura de confianza, meditada asunción de riesgos y espíritu de empresa. Esta es una alianza entre el sector público y el sector privado a la que vale la pena dedicar nuestras energías.

A medida que un "nuevo realismo" está reemplazando a la cultura del "vale todo", lo que se necesita es una nueva cultura basada en la responsabilidad.  
—Horst Köhler

## Información privilegiada en el mercado de valores

**L**a volatilidad del mercado de valores no es una novedad, pero ¿cómo se explican las diferencias en el nivel de inestabilidad entre los países? Según Julian Du, profesor auxiliar en la Universidad China de Hong Kong, y Shang-Jin Wei, Asesor en el Departamento de Estudios del FMI, esas diferencias están estrechamente vinculadas con las transacciones basadas en información privilegiada. En un nuevo documento de trabajo del FMI, ambos autores concluyen que, en los países donde estas transacciones son más frecuentes, los mercados de valores son más volátiles, incluso si se toman en cuenta su nivel de liquidez y desarrollo, la volatilidad de la producción real y la política monetaria y fiscal. Du y Wei examinaron sus conclusiones con el Boletín del FMI.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Cómo describirían las transacciones con información privilegiada? Sin duda la definición variará según el país.

**WEI:** La definición general es bastante obvia. Es el intercambio de valores entre personas que, a través de su labor profesional, tienen acceso a información relevante sobre el valor de la empresa y, en consecuencia, sobre el precio de los valores. Lo que resulta menos evidente es cómo aplicarla en la práctica.

Estados Unidos tiene, probablemente, las normas más estrictas en lo que respecta a las transacciones con información privilegiada. En el pasado, los organismos reguladores estadounidenses consideraban como personas con acceso a información privilegiada

a los ejecutivos de empresas y a los principales accionistas. Esta definición se amplió para incluir a quienes, por medio de su labor profesional, podrían tener acceso a información privilegiada, como los abogados de las empresas, los contadores u otros individuos con cierta información que el público no conoce. Esa definición siguió ampliándose para incluir a personas que, si bien no mantienen un vínculo profesional con la empresa, podrían, sin embargo, tener acceso a información privilegiada, como el cónyuge de un ejecutivo de empresas, o alguien que trabaja en un servicio de fotocopias.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Cómo miden la magnitud de las transacciones basadas en información privilegiada?

**DU:** Usamos los resultados de una encuesta conjunta del Foro Económico Mundial, que es una red mundial de empresas, y el Centro de Desarrollo Internacional de la Universidad de Harvard. Entre otras cosas, en la encuesta se solicitó a ejecutivos de empresas en todo el mundo que estimaran el volumen de las transacciones con información privilegiada en los mercados financieros en que realizaban la mayor parte de sus actividades. Puesto que, en general, estas transacciones son ilegales, es difícil medirlas directamente, como ocurre con la corrupción u otras actividades clandestinas. Para estimar el nivel de transacciones con información privilegiada se debe usar la percepción, porque es imposible contar el dinero que cambia de manos.



Julan Du



Shang-Jin Wei

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

### Transcripciones

Rueda de prensa a cargo de Horst Köhler en el hotel Burj Al Arab, Emiratos Árabes Unidos, 6 de junio

### Comunicados de prensa

- 03/75: Inauguración del Centro de Asistencia Técnica Regional en África Occidental (AFRITAC), 29 de mayo
- 03/76: El Director Gerente del FMI informa al Directorio Ejecutivo sobre un plan para enviar una misión exploratoria a Iraq, 30 de mayo
- 03/77: Declaración de Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI, en Tokio, 4 de junio
- 03/78: La misión a cargo de la quinta revisión del acuerdo de derecho de giro a favor de Turquía finaliza su visita, 4 de junio
- 03/79: El Director Gerente del FMI subraya la importancia de fortalecer la cooperación económica en Oriente Medio, 6 de junio
- 03/80: El FMI suspende los derechos a voto y otros derechos conexos de Zimbabwe, 6 de junio
- 03/81: El FMI aprueba un préstamo de US\$34 millones en el marco de un acuerdo de derecho de giro a favor de Bosnia y Herzegovina, 6 de junio

- 03/82: El FMI aprueba un préstamo de US\$34 millones en el marco de un acuerdo trienal del SCLP a favor de Burkina Faso, 11 de junio
- 03/83: El Fondo Monetario Internacional finaliza el primer examen del acuerdo de derecho de giro a favor de Colombia y aprueba un desembolso de US\$274 millones, 11 de junio

### Notas de información al público

- 03/65: El FMI concluye la consulta del Artículo IV de 2003 con la República Popular China: RAE de Hong Kong, 30 de mayo
- 03/66: El FMI concluye la consulta del Artículo IV de 2003 con Suiza, 2 de junio
- 03/67: El FMI concluye la consulta del Artículo IV de 2003 con la República de Azerbaiyán, 4 de junio
- 03/68: El Directorio Ejecutivo del FMI aprueba los presupuestos administrativo y de capital para el ejercicio 2004, 10 de junio

### Discursos

Declaración de Horst Köhler, Director Gerente del FMI, sobre la colaboración entre los sectores público y privado para fortalecer la confianza, Instituto de Finanzas Internacionales, Berlín, 4 de junio



Laura Wallace  
Directora

Sheila Meehan  
Elisa Diehl

Christine Ebrahim-zadeh  
Natalie Hairfield  
Redactoras

Maureen Burke  
Kelley McCollum  
Ayudantes de redacción

Philip Torsani  
Director de artes gráficas

Julio R. Prego  
Diseñador gráfico

Con la colaboración de  
Prakash Loungani

**Edición en español**

División de Español  
Departamento de Tecnología  
y Servicios Generales

Julio García-Durán  
Traducción

Virginia Masoller  
Corrección de pruebas

Maria Sara McClain  
Autoedición

El *Boletín* (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 22 números en español, francés e inglés, además del *Suplemento sobre el FMI* y un índice anual. Las opiniones e información publicadas no representan necesariamente la posición oficial del FMI. Los mapas que se publican para orientar a los lectores provienen de la sexta edición de *Atlas of the World*, de National Geographic; los nombres y las fronteras que aparecen en los mismos no reflejan la posición del FMI con respecto a la situación jurídica de ningún territorio, ni tampoco la conformidad de la institución en relación con dichas fronteras. El material publicado puede reproducirse mencionando la fuente de información. La correspondencia debe dirigirse a: Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-8585; dirección electrónica: [imfsurvey@imf.org](mailto:imfsurvey@imf.org). El *Boletín del FMI* se distribuye por correo aéreo (Canadá, Estados Unidos y México: *first class*; otros países: *airspeed*). El precio de la suscripción anual, para empresas privadas y particulares, es de US\$79. Las solicitudes de pedido deberán dirigirse a: Publication Services, Box X2003, IMF, Washington D.C. 20431, EE.UU. Tel.: (202)623-7430. Fax: (202) 623-7201. Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

23 de junio de 2003

184

**BOLETÍN DEL FMI: ¿Cuál es el fundamento teórico para explicar la relación que existe entre la volatilidad de los mercados y las transacciones con información privilegiada?**

**WEI:** Las previsiones teóricas son ambiguas. Por un lado, estas transacciones pueden reducir la volatilidad al incorporar información privada en los mercados de manera más expedita. Por el otro lado, se sostiene que, en un contexto en que estas transacciones se toleran, podrían surgir incentivos perversos para que los administradores de empresas opten por aplicar métodos de producción más inestables, en lugar de adoptar métodos relativamente sencillos. Esto les permitiría obtener —y usar— antes que el resto del mercado, información sobre los altos y bajos en los resultados de la empresa y, por lo tanto, sobre el precio de sus valores. En cambio, si se adoptan técnicas de producción constantes y las personas que tienen acceso a la información privilegiada actúan con cierta discreción en lo que respecta a cómo y cuándo dar a conocer la información, y qué información dar a conocer, tendrán un incentivo para publicar información de manera tal que aumentará la volatilidad de los precios. Estos argumentos teóricos parecen indicar que un clima más permisivo podría crear incentivos para que los individuos que tienen acceso a información privilegiada adopten medidas que aumentarán la volatilidad.

**BOLETÍN DEL FMI: ¿Cuántos países incluyeron en su estudio? ¿En cuáles de ellos eran más frecuentes las transacciones con información privilegiada?**

**Du:** Incluimos unos 50 países y observamos grandes variaciones en la magnitud de estas transacciones en todo el mundo. Según los datos del Informe de Competitividad Mundial, en Rusia, Venezuela, China, India y México el número de transacciones es, por lo general, relativamente elevado. Los mismos datos indican que en Dinamarca, Reino Unido, Singapur y Estados Unidos, entre otros, son relativamente poco frecuentes.

**BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué indican los resultados de su estudio?**

**WEI:** Indican que existe un vínculo positivo entre el nivel de transacciones y el nivel de volatilidad del mercado. Basándonos en las técnicas estadísticas que usamos, estimamos que este vínculo positivo también presenta una relación de causalidad. Es decir, una ma-



*Nuevos estudios indican que las transacciones basadas en información privilegiada pueden aumentar la volatilidad de los mercados bursátiles.*

yor frecuencia de estas transacciones probablemente causa un aumento de la volatilidad del mercado. También observamos que este efecto es cuantitativamente significativo. Por ejemplo, el mercado de valores de China es mucho más volátil que el de Estados Unidos. De acuerdo con el estudio, el hecho de que en China estas transacciones son más frecuentes está mucho más relacionado con ese mayor nivel de volatilidad que, por ejemplo, la mayor volatilidad de los factores fundamentales o la política económica en ese país.

**BOLETÍN DEL FMI: ¿Por qué pueden estas transacciones aumentar la volatilidad?**

**Du:** Como lo señaló Shang-Jin,

cuando los empleados o principales accionistas de las empresas pueden beneficiarse mediante el uso de esa información, sin sufrir ninguna consecuencia, tendrán un incentivo para manipular el contenido de la información sobre las operaciones de esas empresas y la forma en que se da a conocer, de modo tal que aumentarán las fluctuaciones de los precios de los valores. Esta es, probablemente, la principal razón de por qué un nivel más alto de transacciones basadas en información privilegiada puede aumentar la volatilidad de los mercados.

**BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué enseñanzas deberán extraer los inversores y las autoridades nacionales de su estudio?**

**WEI:** La actual estructura de las inversiones internacionales ya parece indicar que, en general, los inversores eluden sistemáticamente a los países que tienen problemas de gobernabilidad. Para estos países es difícil atraer inversión de varios tipos, especialmente inversión de cartera e inversión extranjera directa. Para los gobiernos, esta investigación tiene trascendencia en materia de reforma de las políticas. Los países que procuran atraer un mayor volumen de inversión podrían lograr mejores resultados si tratan de mejorar la gestión de gobierno en lugar de ofrecer ventajas o treguas tributarias, lo cual supondría renunciar a un valioso ingreso tributario. ■

*Does Insider Trading Raise Market Volatility?* (IMF Working Paper No. 03/51), de Julan Du y Shang-Jin Wei, se encuentra a la venta al precio de US\$15 (véase la pág. 181). La versión completa está disponible en [www.imf.org](http://www.imf.org) y se publicará en *Economic Journal* en 2004.