

## En este número

385  
Krueger propone  
un mecanismo  
para la deuda

385  
Desembolso  
a favor de  
Turquía

386  
Se posterga el  
desembolso a  
Argentina

387  
Causas del auge  
del financiamiento  
de los mercados  
emergentes en los  
años noventa

389  
Seminario sobre  
relaciones con los  
inversionistas

391  
Jorgenson se  
refiere a la revo-  
lución de la TI

394  
Conferencia  
del Global  
Interdependence  
Center

396  
Seminario de  
Obstfeld sobre  
crisis cambiarias

398  
Conferencia sobre  
investigaciones  
del FMI

y...

390  
Publicaciones  
recientes

390  
Tasas del FMI

393  
Publicado en  
Internet

385

## Las crisis de la deuda y su solución

### Krueger propone un mecanismo de renegociación

El 26 de noviembre, la Primera Subdirectora Gerente del FMI, Anne Krueger, hizo público un plan innovador que podría brindar a los países con deudas insostenibles amparo jurídico durante las negociaciones con los acreedores. En un discurso ante el Club Nacional de Economistas, en Washington, Krueger apuntó a una "enorme brecha" en el sistema financiero internacional y señaló que demasiados países con problemas de deuda insuperables esperan demasiado tiempo, cargándose con costos económicos gravosos e imponiéndoselos a la comunidad internacional que debe contribuir a reparar el daño. (El texto completo del discurso en inglés aparece en [www.imf.org](http://www.imf.org).)

Nos faltan incentivos para ayudar a los países con deudas insostenibles a poner orden en su situa-



Krueger: "Demasiados países con problemas de deuda insuperables esperan demasiado tiempo."

ción sin demora, declaró Krueger. Hasta ahora, la comunidad internacional ha tenido que rescatar a acreedores privados. Varios países han manifestado interés en este mecanismo pero aun con un respaldo político unánime llevaría por lo menos dos o tres años instrumentarlo y no podría entrar en marcha a tiempo para ayudar a países que ya

tienen dificultades, como Argentina y Turquía, añadió Krueger.

#### El mecanismo en la práctica

El nuevo marco (inspirado en las leyes de quiebra de sociedades) permitiría a los países buscar amparo jurídico frente a los acreedores que bloquean una reestructuración y les exigiría (Continúa en la pág. 386)

### Se aprueba el desembolso de US\$3.100 millones para Turquía y se recomiendan medidas enérgicas

El 28 de noviembre el Directorio del FMI acordó el desembolso de US\$3.100 millones a Turquía como parte de un paquete de US\$19.000 millones. El desembolso estaba programado para fines de septiembre pero fue retrasado debido a la necesidad de evaluar las repercusiones de los atentados del 11 de septiembre en la economía de Turquía. En diciembre de 1999 el FMI había aprobado un acuerdo de derecho de giro por tres años a favor de Turquía por US\$4.000 millones. Esto permitió que el país dispusiera de recursos financieros adicionales a través del servicio de complementación de reservas en diciembre de 2000 y en el marco de los tramos de crédito en mayo de 2001. El texto completo de la nota informativa 01/121 se publica en el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

Turquía ha sido especialmente afectada por los ataques del 11 de septiembre debido a su ubicación, su dependencia del turismo y su endeudamiento. Se

prevé que el déficit de financiamiento externo llegará a unos US\$10.000 millones en lo que resta de 2001 y 2002. Un nuevo préstamo para cubrir esta brecha requerirá un acuerdo de derecho de giro a varios años con el FMI en apoyo de un paquete de medidas reforzadas, que se espera se negocie el mes próximo.

Luego de las deliberaciones, Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI, dijo que el Directorio elogió a las autoridades de Turquía por la implementación de un audaz programa de reformas económicas. La situación fiscal ha mejorado y se ha dotado de independencia al Banco Central, se ha aumentado la transparencia en la ejecución de las políticas y se han sentado las bases para la privatización de las grandes empresas estatales. Además, se han logrado importantes avances con respecto a los problemas del sector bancario.

"Los resultados de estas medidas empezaban a verse en agosto, cuando los mercados (Continúa en la pág. 386)

“El factor político imponderable es si nuestros países miembros están dispuestos a poner límite a la capacidad de sus ciudadanos para demandar a gobiernos extranjeros ante los tribunales nacionales como inversión en una economía mundial más estable y por consiguiente más próspera.”  
—Anne Krueger

(Continuación de la pág. 385) a cambio negociaciones de buena fe con los acreedores. Los deudores solicitarían ante el FMI una moratoria, mientras negocian una reprogramación o reestructuración. Cabe también la posibilidad de una imposición obligatoria de controles provisionales de cambios para impedir la fuga de capitales. Krueger destacó que “el principal objetivo de formalizar este tipo de mecanismo sería crear incentivos para que deudores y acreedores llegaran a un acuerdo por voluntad propia, de modo que no hubiera casi necesidad de usarlo”. El Directorio Ejecutivo del FMI examinó el plan el 6 de diciembre.

Cuatro principios deberían servir de pilares de un mecanismo oficial de reestructuración de la deuda soberana:

- Los acreedores no deberían tener permitido interrumpir las negociaciones iniciando recursos ante los tribunales de sus propios países.
- Los países deudores tendrían que garantizar que las negociaciones fueran de buena fe y el tratamiento de los acreedores equitativo.
- Sería necesario promover nuevos préstamos de acreedores privados garantizándoles de alguna manera que sus créditos se rembolsarían antes que los créditos privados preexistentes.

- Cuando una determinada mayoría de acreedores acordara una reestructuración, el resto estaría obligado a aceptar las condiciones.

**Temas de estudio**

Existen muchos detalles técnicos pendientes:

- ¿Cómo crear una base legal para este mecanismo?
- ¿Quién debería estar a cargo de ejecutarlo?
- ¿Cómo se declararía oficialmente la moratoria?
- ¿Cómo asegurar que los países deudores se comporten debidamente durante las negociaciones?
- ¿Qué financiamiento debería suministrar el FMI tras la reestructuración?
- ¿A qué tipo de deuda se debería aplicar la suspensión de pagos?

El nuevo mecanismo conduciría a una reestructuración más eficiente de la deuda al dar a los países la posibilidad de solucionar el problema con orden, y ofrecería también incentivos a deudores y acreedores. Según Krueger, el factor político imponderable es si nuestros países miembros están dispuestos a poner límite a la capacidad de sus ciudadanos para demandar a gobiernos extranjeros ante los tribunales nacionales como inversión en una economía mundial más estable y por consiguiente más próspera. ■

**Desembolso para Turquía**

(Continuación de la pág. 385) financieros se estabilizaron y la economía parecía reactivarse, pero con los sucesos del 11 de septiembre todo se vio retrasado. Las autoridades han reconocido que el impacto en la economía de Turquía exige una respuesta aún más firme, que supone mantener un fuerte superávit en el sector público y dar nuevo impulso a las reformas del sector bancario, a la administración de los recursos públicos y al desarrollo del sector privado. El Directorio coincidió en la necesidad de una respuesta apropiada para asegurar apoyo adicional de la comunidad internacional.

La evolución de la política fiscal de Turquía ha sido sólida hasta el momento; la suspensión de los fondos extrapresupuestarios y la nueva ley de compras del Estado enviada al parlamento ayudarán a mejorar la transparencia fiscal. Es fundamental que las autoridades continúen con estos esfuerzos y que logren un superávit primario en el sector público del 6,5% del PNB en 2002, lo que ayudará a mantener la viabilidad de la deuda pública. Para el futuro, el Directorio consideró necesario emprender reformas más profundas en los subsidios a la agricultura, reducir la cantidad de empleados públicos y moderar las remuneraciones de dicho sector para sostener un ajuste fiscal duradero en el mediano plazo. El Directorio respaldó la atención prestada por el gobierno a la protección del gasto en servicios sociales, educación y salud. ■

**Se posterga el desembolso a Argentina**

El 5 de diciembre, la gerencia del FMI informó al Directorio Ejecutivo que por el momento no podía recomendar la conclusión de la última revisión del programa de Argentina respaldado por el FMI. Dicha revisión habría permitido al país girar recursos del FMI por US\$1.300 millones. La institución se mantiene en estrecho contacto con las autoridades argentinas y sigue resuelta a trabajar con ellas para formular un programa económico sustentable.

El Director del Departamento de Relaciones Externas del FMI, Thomas C. Dawson, declaró posteriormente a la prensa que los datos obtenidos por los funcionarios del FMI con respecto a la evolución del programa de Argentina durante 2001 y la necesidad de acordar un nuevo programa para 2002 impidieron concluir la revisión. Dijo asimismo que las cuestiones pendientes se refieren principalmente a la evolución y las perspectivas fiscales, y a la necesidad de articular un programa que permita a las autoridades argentinas alcanzar sus propios objetivos.

El texto completo de la conferencia de prensa ofrecida por T. Dawson el 6 de diciembre se publica en el sitio del FMI en Internet ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## Factores del auge financiero de los años noventa

A pesar de la estabilidad de los flujos de inversión directa extranjera, los flujos netos anuales de capital hacia los mercados emergentes parecen haber sido negativos en 2001 por primera vez en más de una década. La violenta caída de los flujos netos, que llegaron a un máximo de US\$230.000 millones en 1996, ha desatado preguntas no sólo acerca del futuro sino también acerca del pasado. Una de las más intrigantes es: “¿qué pasó realmente en los noventa?” ¿Deberían verse a los años exitosos de la década anterior como un fenómeno cíclico, ligado en gran medida a una mayor actividad económica en los mercados maduros; o como un cambio estructural, un ajuste extraordinario en las carteras después de la “década perdida” de los mercados emergentes, la de 1980? El último informe trimestral de *Emerging Market Financing*, publicado por el FMI, estudia las características clave de los flujos financieros y sopesa, en esta discusión, los factores estructurales y los cíclicos.

### Flujos y reflujos

El flujo neto de capital comprende bonos, préstamos bancarios sindicados, carteras de inversiones e inversión directa extranjera. De todas éstas, sólo la última ha sido una fuente de financiamiento estable para los mercados emergentes.

Desde la década de 1990, el mercado internacional de bonos ha sido el mayor proveedor de financiamiento neto para los mercados emergentes. También ha sido el pilar del financiamiento externo para los prestatarios soberanos (a diferencia de la década de 1980, en que los préstamos sindicados cumplieron esa función). Pero la principal fuente de financiamiento ha sido también la más inestable. Aunque de 1994 a 2000 el flujo neto de bonos hacia estos mercados fue positivo en todos los trimestres salvo tres, el año en curso ha sido muy diferente. Como se observa en el informe, una larga “sequía” de emisión de bonos, desde mediados de agosto de este año, es la responsable principal de una pérdida de US\$7.000 millones en el flujo neto de fondos en el tercer trimestre de 2001, la cifra más negativa hasta la fecha.

Para las empresas de los mercados emergentes, los préstamos sindicados son la principal fuente de recursos. Estos préstamos, según el informe, nunca se recuperaron realmente de las crisis asiática y rusa. Luego de caer a casi cero en el tercer trimestre de 1998, los compromisos de préstamos sindicados para los mercados emergentes se han mantenido prácticamente en ese nivel a lo largo de un año y medio.

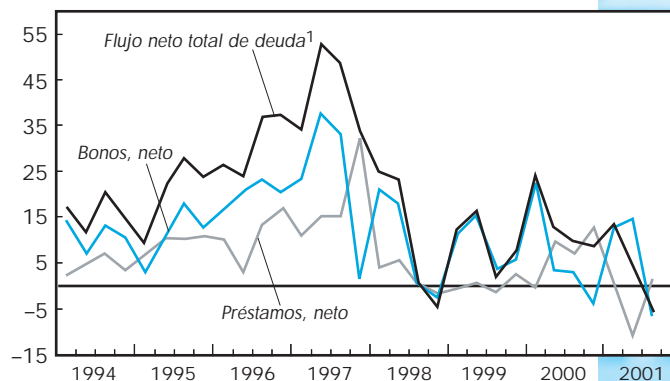
La notable estabilidad de la emisión neta total indica que los bancos internacionales, si bien mantuvieron su exposición crediticia frente a los mercados emergentes, la limitaron estrictamente. Pero el informe encuentra cambios en la composición de los préstamos sindicados. Los prestamistas han buscado empresas de mejor calidad, vinculadas a multinacionales y con seguro de

riesgo político. Después de las crisis, también alejaron parte de su atención de Asia, el principal receptor de esos préstamos entre los mercados emergentes.

En *Emerging Market Financing* también se señala que, aunque se produjo un crecimiento en el balance global de los bancos, la exposición a los mercados emergentes ha permanecido constante en valor nominal, lo que indica que un porcentaje reducido de la

### Los flujos netos de deuda serían negativos en 2001

(Flujos públicos y privados, miles de millones de dólares)



<sup>1</sup> El flujo neto de deuda incluye bonos y préstamos.

Datos: FMI, *Emerging Market Financing*, 14 de noviembre de 2001

cartera se dedicó a los mercados emergentes. Una pequeña recuperación en los préstamos sindicados netos a fines de 2000 pareció sugerir en su momento el principio de una recuperación a largo plazo. Pero los nuevos compromisos netos (unos US\$15.000 millones por año) se concentraron en el inestable sector de tecnología, medios y telecomunicaciones, y resultaron ser transitorios. Para el tercer trimestre de 2001, los flujos de préstamos sindicados volvieron a niveles cercanos a cero.

La colocación internacional de acciones aumentó a un ritmo constante en 2000, en términos absolutos y como porcentaje del nuevo financiamiento neto total de los mercados emergentes. Las emisiones de acciones asiáticas llevaron principalmente a este crecimiento, apoyadas en gran medida por el sector de tecnología, medios y telecomunicaciones y luego por gigantescas emisiones de empresas privatizadas en China. Sin embargo, en consonancia con lo sucedido a nivel mundial, las nuevas colocaciones de acciones de los mercados emergentes se redujeron a un mínimo en el primer trimestre de 2001 y no muestran signos de recuperación.

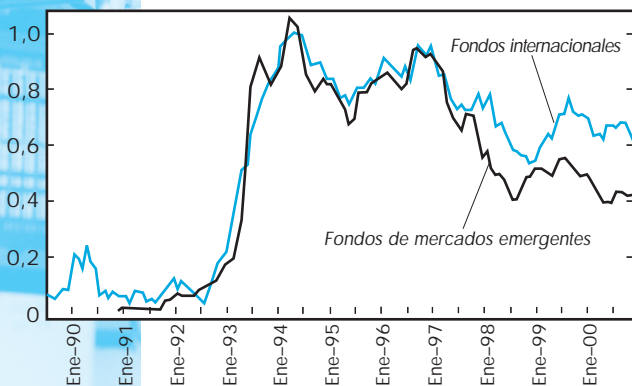
### ¿Factores cíclicos o estructurales?

Después de analizar estos flujos y reflujos, en *Emerging Market Financing* se señalan elementos que prueban la teoría de que la violenta caída del flujo de financiamiento ha sido causada por factores tanto cíclicos

como estructurales. Tras las crisis de Rusia y Asia, los flujos netos de financiamiento mediante deuda (préstamos bancarios y bonos) hacia los mercados emergentes se recuperaron, aunque todavía no han alcanzado los niveles anteriores (véase gráfico, pág. 387). En 1999–2000, los flujos netos de deuda promediaron casi US\$10.000 millones por trimestre, cifra muy inferior a

## Hubo un cambio radical de la diversificación de acciones en 1993–94

(Porcentaje de los activos totales netos de todos los fondos de inversión accionaria de Estados Unidos)



Datos: FMI, *Emerging Market Financing*, 14 de noviembre de 2001

los US\$25.000 millones y US\$45.000 millones de 1996 y 1997 respectivamente. El hecho de que la desaceleración cíclica en las economías de los mercados maduros sea un fenómeno más reciente nos sugiere que el cambio estructural podría ser una explicación más convincente para la caída del volumen medio desde la crisis en Rusia.

Lo que también reafirma la teoría del cambio estructural es el papel que puede tener la menor demanda en la reducción del volumen de financiamiento de los mercados emergentes. Estos mercados ahora tienen menores “necesidades” de financiamiento externo que antes de las crisis. Los mercados emergentes de Asia tienen superávit en cuenta corriente, y en América Latina los déficit en cuenta corriente han disminuido. Sumado a esto, el mayor uso de tipos de cambio flexibles desde las crisis y el saber a ciencia cierta lo que implican los riesgos cambiarios, da buenos motivos a las entidades internas para querer depender de los mercados internos para el financiamiento en moneda nacional. Históricamente, el menor nivel de las tasas de interés (y de los diferenciales) pueden haber realizado el atractivo de los mercados internos.

Claramente, según el informe, parte de la ruptura estructural está ligada al estancamiento de los préstamos sindicados netos, que algunos observadores atribuyen a un comportamiento más prudente por parte de los bancos. Algunas distorsiones que antes habían estimulado los flujos bancarios han sido eliminadas, y los bancos han indicado el deseo de mejorar el perfil de sus créditos y evitar los préstamos de excesivo riesgo. De hecho, salvo algunas excepciones notables, el estancamiento de los préstamos bancarios refleja principalmente una menor

demanda de préstamos sindicados internacionales por parte de empresas sólidas de los mercados emergentes.

Pero la desaceleración de la economía mundial, según también indica el informe, seguramente ha tenido un impacto directo en el flujo de capital hacia los mercados emergentes. En períodos de gran desaceleración económica o fuerte aversión al riesgo mundial, los mercados emergentes se ven muy afectados por la huida hacia mercados de mayor calidad. El informe indica que la ansiedad de noviembre de 2000 en torno a Argentina y Turquía se sumó a la preocupación cada vez mayor por la desaceleración de la economía estadounidense, la venta masiva de títulos de alto rendimiento en ese país y el posterior cierre de los mercados primarios (en dólares) para los mercados emergentes.

A los factores cíclicos se suma la naturaleza sincrónica de la actual desaceleración de la economía mundial. Al haber empeorado simultáneamente las economías de Estados Unidos, Europa y Japón, disminuyeron las oportunidades de aprovechar los beneficios de la diversificación en el mercado mundial y en los mercados emergentes. El informe señala particularmente el impacto de la burbuja en el sector de tecnología, medios y de telecomunicaciones, que estaba correlacionada en gran medida con el ciclo económico estadounidense y cumplía una función clave en lo que respecta al volumen de los flujos de financiamiento hacia los mercados emergentes. El auge en este sector aumentó no sólo la colocación de acciones sino también los préstamos sindicados y la emisión de bonos del sector. La retracción de este sector fue un factor fundamental en la reducción del volumen de nuevos flujos.

Por último, en *Emerging Market Financing* se analizan los porcentajes de activos internacionales y de activos de mercados emergentes sobre el total de activos de todos los fondos de inversión en acciones con base en Estados Unidos. La comparación de estos porcentajes sugiere que han evolucionado paralelamente (véase el gráfico en esta página) y qué factores similares han llevado a que se asignaran activos a ambos mercados. Esto parece reflejar un cambio bastante definido en la comprensión y en las preferencias de los inversores por la diversificación internacional, e indica un gran aumento de los fondos asignados a los mercados internacionales y emergentes entre 1993–94 para aprovechar los beneficios de la diversificación internacional. Ambos porcentajes han ido decayendo desde entonces, aunque esto tal vez refleje factores cíclicos y estructurales, dada la relativa mejora del rendimiento de los mercados de acciones estadounidenses en ese período.

La conclusión del informe es que el debate sobre el cambio estructural versus el cíclico requiere un análisis más profundo. La recuperación prevista para el 2002 puede facilitar este análisis. ■

Subir Lall

Departamento de Mercados Internacionales de Capital

Fotos: Denio Zara, Padraic Hughes, Pedro Márquez y Michael Spilotro, FMI.

## Se debe informar mejor a los inversionistas

Motivada por la reciente ola de crisis financieras, en los últimos tiempos la comunidad internacional ha estudiado mecanismos más eficaces para evitar y resolver dichas crisis. La solución parece residir en una comunicación más eficaz mediante programas como los que han establecido varios países y empresas internacionales para mejorar sus relaciones con los inversionistas.

¿Qué condiciones deben reunir estos programas?

En un seminario conjunto del FMI y el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) celebrado los días 5 y 6 de noviembre en Washington, funcionarios de 22 países y representantes de una amplia gama de instituciones financieras privadas se reunieron para analizar este tema. En sus palabras de apertura, Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI, y Charles Dallara, Director Gerente del IIF, instaron a los participantes a estudiar cómo un diálogo continuo y franco ayudaría a estabilizar y reducir los riesgos derivados de los flujos internacionales de capital privado y a fortalecer el sistema financiero internacional.

¿Qué ofrecen estos programas?

Esencialmente tienen por objeto mantener informados a los inversionistas de acontecimientos que pueden afectar el valor y la estabilidad de sus inversiones. Auspiciados por el Banco Central, el Ministerio de hacienda o alguna otra entidad pública, brindan asesoramiento a inversionistas institucionales y analistas financieros y publican regularmente informes comerciales y financieros. Asimismo, agilizan la divulgación de información pertinente para los inversionistas, por ejemplo, mediante reuniones privadas entre grupos de inversionistas y funcionarios públicos en los centros de finanzas internacionales, seminarios, conferencias y transmisiones por Internet y correo electrónico. Además, estos programas procuran que los agentes del mercado tengan acceso a los funcionarios públicos en caso necesario.

La razón de ser de estos programas deriva del hecho de que los flujos privados superan con creces a los flujos oficiales, por lo cual es esencial que los deudores y acreedores puedan intercambiar información fiable y actualizada para evitar el pánico en los mercados emergentes. Estos programas pueden facilitar las decisiones de crédito que toman los agentes del mercado y sus evaluaciones del riesgo, con lo cual se reduce el peligro de inestabilidad sistémica.

¿Qué deben lograr estos programas?

Por lo general, los participantes convinieron en que el objetivo de un programa para mejorar las relaciones con los inversionistas debe ser divulgar información sobre iniciativas de política realistas con miras al futuro y garantizar que los prestamistas se familiaricen con las metas macroeconómicas y estructurales del país. La credibilidad de estos programas depende de la reputación

y experiencia profesional de sus encargados. El portavoz principal debe tener un acceso directo a las máximas autoridades, ser capaz de explicar la estrategia de las autoridades y recibir y transmitir las inquietudes de los mercados. Según los participantes, es importante que la función de ese puesto no sea difundir pronósticos excesivamente optimistas o poco realistas ya que ello puede socavar la confianza de los mercados. Asimismo, señalaron que debe lograrse una cierta continuidad y estabilidad en la contratación del personal encargado de estos programas, incluso cuando cambia el entorno político del país.

Gerd Häusler, Director del Departamento de Mercados Internacionales de Capital del FMI, señaló que a los inversionistas les interesa recibir datos fiables y coherentes y saber si los países adoptan una política económica apropiada que tiene en cuenta la probable evolución de la coyuntura. Asimismo, señaló que el FMI alienta a los funcionarios de los países miembros a mantenerse al tanto de la actitud de los mercados y que puede ser muy valioso sostener un diálogo regular con los agentes del mercado. Subrayó, sin embargo, que estos programas no son una panacea ni un sustituto de una política macroeconómica acertada, opinión que fue ampliamente compartida por los otros participantes.

¿Cuáles de los programas actuales reúnen estas características? Muchos participantes señalaron que Brasil y México son buenos ejemplos de países que mantienen una comunicación abierta con sus inversionistas internacionales. Estos países se valen de estos programas para explicar su estrategia económica a los mercados internacionales y crear un diálogo que les ayuda a mantener sus líneas de crédito externo incluso cuando se producen perturbaciones regionales. Estos programas permiten a los inversionistas manifestar sus inquietudes con respecto a la política económica y formular sugerencias acerca del tipo y la calidad de la información que requieren los mercados internacionales. Los participantes señalaron que estos comentarios pueden ser muy valiosos para las instituciones que recopilan y divulgan estadísticas y para las entidades interesadas en establecer una reglamentación jurídica y financiera eficaz.

Evidentemente estos programas no son una novedad para los mercados de capital. Los representantes del sector privado señalaron que en Estados Unidos hace mucho tiempo que las empresas reconocen su importante función. La mayoría de las grandes empresas y un número cada vez mayor de países cuentan con programas que proporcionan información actualizada a los inversionistas acerca de las perspectivas y los productos de la empresa y ofrecen a los analistas información para evaluar el riesgo de los nuevos proyectos. Independientemente



Mohsin Khan, Director del Instituto del FMI, con Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI, en la apertura del seminario sobre relaciones con los inversionistas.

Muchos participantes señalaron que Brasil y México son buenos ejemplos de países que mantienen una comunicación abierta con sus inversionistas internacionales.



Gerd Häusler

del tamaño de la empresa, los recientes avances tecnológicos, como las transmisiones por Internet y el correo electrónico, han reducido el costo de divulgar información y fomentado la creación de estos programas. En Estados Unidos, esta tendencia ha sido promovida por normas que exigen a las empresas divulgar información financiera. La divulgación de esa información ha reducido el costo del capital para las empresas y creado mayores posibilidades de financiamiento, incluso cuando los mercados están en una fase descendente.

**Función del FMI**

¿Cuál es la función de las instituciones financieras internacionales en esta materia? Los participantes convinieron en que el FMI puede ayudar a los países a mejorar la comunicación con los inversionistas y alentar a los países a adoptar las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (del FMI) como modelo para organizar la información que divulgan. Los funcionarios del FMI señalaron que la institución y el Banco Mundial ya están organizando consejos de inversionistas en África y que los primeros programas piloto se realizarán en Ghana, Senegal y Tanzania.

Asimismo, en los últimos años el FMI ha estado colaborando más estrechamente con el sector privado, por ejemplo, en el marco del Grupo Consultivo sobre los Mercados de Capital que fomenta la estabilidad



Charles Dallara

financiera mediante el diálogo. En un informe reciente del Grupo de Trabajo sobre Relaciones entre Acreedores y Deudores se recomendó a los países establecer programas que fomenten la comunicación con los inversionistas, se ofrecieron directrices para realizar esa tarea y se respaldó la iniciativa del FMI de incorporar un examen de los avances en la creación de esos programas en las consultas del Artículo IV. ■

Ralph Chami  
Instituto del FMI

**Tasas del FMI**

Semana de	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
3 de diciembre	2,25	2,25	2,65
10 de diciembre	2,22	2,22	2,61

La tasa de interés del DEG y la tasa de remuneración se calculan como promedio ponderado de las tasas de interés de determinados valores financieros nacionales a corto plazo que se negocian en los mercados monetarios de los cinco países cuyas monedas constituyen la cesta de valoración del DEG. La tasa de remuneración es la tasa de rentabilidad del saldo remunerado de los países miembros en el tramo de reserva. La tasa de cargos, una proporción de la tasa de interés del DEG, es el costo del uso de los recursos financieros del FMI. Las tres tasas se calculan todos los viernes y se aplican a la semana siguiente. Las tasas básicas de remuneración y de cargos se ajustan además con arreglo a los mecanismos de distribución de la carga. Las tasas más recientes pueden obtenerse llamando al teléfono (202) 623-7171 o consultando Internet ([www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2001](http://www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2001)).

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

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

**Publicaciones recientes**

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

- 01/207: Italy: 2001 Article IV Consultation
- 01/208: Benin: Second Review of the First-Year Program and the Second-Year Program Under the PRGF
- 01/209: Republic of Croatia: First Review of the Stand-By Arrangement
- 01/210: Georgia: Financial System Stability Assessment
- 01/211: Georgia: Recent Economic Developments and Selected Issues
- 01/212: Georgia: 2001 Article IV Consultation, First Review Under the Three-Year Arrangement Under the PRGF, and Request for Waiver of Performance Criteria
- 01/213: Finland: 2001 Article IV Consultation
- 01/214: Finland: Financial System Stability Assessment
- 01/215: Finland: Selected Issues
- 01/216: Ukraine: Fifth and Sixth Review Under the Extended Arrangement
- 01/217: Brazil: Report on Observance of Standards and Codes—Fiscal Transparency Modules

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

- 01/159: *Should Banks Be Narrowed?* Biagio Bossone

- 01/160: *Financial Development and Poverty Alleviation: Issues and Policy Implications for Developing and Transition Countries*, Paul Holden y Vassili Prokopenko
- 01/161: *Inflation Targeting Under Asymmetric Preferences*, Francisco J. Ruge-Murcia
- 01/162: *Systemic Financial Crises, Balance Sheets, and Model Uncertainty*, Mark R. Stone y Melvyn Weeks
- 01/163: *Trade in the Mashreq: An Empirical Examination*, Rodolphe Blavy
- 01/164: *Private Costs and Public Infrastructure: The Mexican Case*, Russell D. Murphy y Andrew Feltenstein

**Otras publicaciones**

- Annual Report of the Executive Board, Financial Year 2001* (gratuito)
- International Financial Statistics Yearbook 2001* (US\$72)
- Macroeconomic Issues and Policies in the Middle East and North Africa*, edición a cargo de Zubair Iqbal (US\$28)
- The Modern VAT*, Liam P. Ebrill, Michael J. Keen, Jean-Paul Bodin y Victoria P. Summers (US\$35)

Los pedidos deben dirigirse a: IMF Publication Services, Box X2001, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430; fax: (202) 623-7201; correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

En el sitio [www.imf.org](http://www.imf.org) se publica información en inglés sobre el FMI. En [www.imf.org/external/spa/index.htm](http://www.imf.org/external/spa/index.htm) se presenta una selección de documentos en español, entre ellos los textos completos del *Boletín del FMI*, el suplemento anual del *Boletín del FMI* y la revista *Finanzas & Desarrollo*.

## La tecnología de la información exige una revolución en el pensamiento económico

**D**ale Jorgenson, profesor de la Universidad de Harvard, vino al Instituto del FMI con un mensaje. Los economistas tienen que comprender la magnitud con que la tecnología de la información ha cambiado el mundo, así como su profesión misma. Jorgenson conversó con Alicia Jiménez, economista principal del Instituto del FMI, sobre dicha revolución y lo que los encargados de la política económica deberían saber acerca de su impacto en la economía.

**JIMÉNEZ:** ¿Podemos identificar un año y un lugar en el que se inició la revolución de la tecnología de la información (TI)?

**JORGENSEN:** Si tuviera que identificar un año y un lugar, el año sería 1947 y el lugar, los Laboratorios Bell. Allí se inventó el transistor, que se puede utilizar para codificar información en el sistema binario: una fila de unos y ceros. Ese fue el comienzo de la digitalización, que se convirtió en una revolución económica cuando se combinaron los transistores con circuitos integrados, los llamados “chips”.

**JIMÉNEZ:** En cuanto a su impacto en la economía, ¿cómo compararía usted la revolución de la TI con la invención de la electricidad, por ejemplo?

**JORGENSEN:** La TI ha sido más generalizada, mucho más descentralizada y se ha desarrollado a una velocidad increíble. El progreso de la TI, medida en número de transistores en un chip, ha sido del 35% al 45% al año. Si uno mide la expansión de las redes de transmisión y los aparatos eléctricos, la tasa de progreso comparable sería de 2% a 3% al año.

Los historiadores económicos han empezado a darse cuenta de que la revolución de la TI ha tenido un impacto mucho mayor que cualquier revolución económica previa. Sobresale por sí misma. Por ello es tan importante que los economistas e instituciones como el FMI comprendan la envergadura y la velocidad de esta revolución.

**JIMÉNEZ:** ¿Qué deben hacer los economistas para comprender mejor la revolución de la TI y, acorde con ello, adaptar su marco analítico?

**JORGENSEN:** No es difícil de comprender, pero es necesario que los economistas repensemos nuestro entendimiento sobre cómo se genera el crecimiento. Nosotros conceptualizamos este proceso sobre la base del modelo neoclásico de crecimiento concebido por Tinbergen en la década del cuarenta, y perfeccionado por Robert Solow en los cincuenta. Este modelo está basado en una simplificación muy significativa y altamente fructífera: pensamos en el crecimiento en términos de un único bien, la producción o el PIB (producto interno bruto).

Esta simplificación nos permite entender mucho acerca del crecimiento económico. Prescindimos de muchas de las complejidades para centrarnos en los factores que determinan las tasas de crecimiento. Esta simplificación representa ahora un obstáculo para comprender el

impacto de la TI. ¿Por qué? Porque los grandes avances en la TI aportan un grado de complejidad adicional. Tenemos que entender las repercusiones de la caída de los precios de la TI en relación con los precios de todos los otros productos.

Desafortunadamente, este grado adicional de complejidad significa que tendremos que volver a elaborar el marco conceptual que habíamos construido en torno al modelo de crecimiento de Solow. Tenemos que desagregar el PIB, idear un papel propio para la TI, tratar de comprender cómo ello afecta a la composición del producto y, lo más importante, medir cómo afecta a los incentivos a la inversión y cuál es su impacto en el incremento de la productividad.

En cierto sentido, éste es un pequeño paso, pero significa también un desafío a la manera en que los economistas han concebido el crecimiento en los últimos 50 años. Ello va a requerir una revolución en el pensamiento económico.

**JIMÉNEZ:** Los precios de la TI han caído muy rápidamente, sobre todo en el sector de semiconductores. ¿De qué manera esta caída de precios se relaciona con el crecimiento?

**JORGENSEN:** La TI contribuye de dos maneras al crecimiento: a través de la inversión (crecimiento de los insumos) y a través del aumento de la productividad (crecimiento de la producción por unidad de insumo). En el caso de la inversión, el proceso es simple. En respuesta a la rápida caída de precios, en todo el mundo los encargados de tomar decisiones se dan cuenta de que remplazar las tecnologías ya existentes por TI resulta poco costoso. Ello está sucediendo en los servicios, procesos industriales, y hasta en la manera en que administramos nuestros hogares.

¿La tasa de crecimiento de la productividad de la TI ha sido altísima y aún sigue aumentando! Pero las aplicaciones de la TI son cada vez más importantes en toda una gama de productos. Actualmente, la TI representa el 20% del valor de los automóviles; en los próximos 10 años, es probable que esa cifra se duplique.

¿Qué significa esto en lo que respecta a la contribución de la TI a la tasa de crecimiento de Estados Unidos? La inversión representa dos tercios de esta contribución, y la productividad representa un tercio. La forma en que TI contribuye al crecimiento varía de un país a otro, según la importancia relativa de la producción y las aplicaciones de la TI.



Dale Jorgenson con Alicia Jiménez.

**JIMÉNEZ: ¿Qué impacto tiene la TI en las fuentes y la diseminación de los ciclos económicos?**



**JORGENSON:** Es útil tener en cuenta un factor clave: la producción de TI es extremadamente inestable. Tiene períodos de crecimiento muy rápido, y también períodos de retroceso o de crecimiento lento. La inestabilidad ha caracterizado a la industria desde su inicio. Durante la década pasada, hemos observado sólo un ciclo de crecimiento en Estados Unidos, mientras que la industria de TI ha registrado tres ciclos.

Si bien la TI ha cobrado importancia, también se ha vuelto un factor importante de inestabilidad que coadyuva a la generación de

ciclos económicos. Es importante que los economistas, como los que trabajan en el FMI, traten en lo posible de comprender estos procesos con la mayor rapidez, y compartan ese conocimiento con los encargados de tomar decisiones de política económica.

**JIMÉNEZ: ¿Qué porcentaje del crecimiento de Estados Unidos puede atribuirse a la TI?**

**JORGENSON:** A partir de 1995, alrededor de medio punto porcentual puede estar relacionado con la productividad de la TI y aproximadamente un punto con inversiones en TI. Sumado da cerca de 1½%, de un total de 4% de crecimiento de la economía de Estados Unidos. Ello, a su vez, significa que el 7% de la economía genera casi el 40% del crecimiento económico del país. Es una contribución enorme.

Obviamente, la siguiente pregunta es “¿esta contribución es permanente o transitoria?” El ritmo de crecimiento que observamos a fines de los noventa —4% al año— sería permanente si pudiéramos mantener ciclos de producción en TI que duren dos años, con niveles de inversión y ahorro compatibles con un equilibrio entre el crecimiento del stock de capital y la producción.

El crecimiento de Estados Unidos en los años noventa fue muy desequilibrado, en el sentido de que el stock de capital creció mucho más lentamente que la producción. Por paradójico que parezca, mientras el crecimiento de Estados Unidos se hallaba en el nivel más alto de la posguerra, nuestra tasa de ahorro personal se estaba volviendo negativa. Ello, combinado con cambios en la política monetaria que pudieron haber sido más oportunos, condujo al fin del crecimiento acelerado.

Yo creo que es realista el consenso que existe sobre una tasa de crecimiento del 3,2% al 3,3% para Estados Unidos en la próxima década. Toda la discusión posterior al 11 de septiembre sobre las medidas para estimular la economía se ha centrado en incentivos al consumo, cuando lo que necesitamos es ahorrar e invertir más. Sé que éste es un punto de vista radical, pero es lo que sería necesario para mantener una tasa de crecimiento más alta. No creo que ello vaya a suceder.

**JIMÉNEZ: ¿Qué impacto tendrá la incertidumbre posterior al 11 de septiembre en el sector de TI de Estados Unidos?**

**JORGENSON:** La incertidumbre siempre es perjudicial para la inversión. Estoy seguro de que muchas empresas están esperando que se disipe en cierta medida la incertidumbre antes de volver a invertir en TI. No cabe duda de que ello ha empeorado la desaceleración que ya se había iniciado en el sector de TI.

Si uno considera la manera en la que los mercados reaccionaron a los sucesos del 11 de septiembre, se observa que ciertos sectores se han recuperado rápidamente. Por ejemplo, el sector automotor posiblemente tenga el mejor año en su historia. Los automóviles representan una compra importante para muchos hogares, pero los precios han caído y muchos consumidores tienen una reacción muy fuerte al precio.

Creo que la TI nos mostrará un retorno similar. Los precios de la TI están disminuyendo de manera acelerada. Las empresas sólidas, como Intel o IBM, van a poder soportar esta presión, pero otras empresas desaparecerán. Algunas empresas que eran fuertes, como Hewlett Packard y Compaq, parecen estar debilitadas luego del 11 de septiembre. Preveo cierta consolidación en el sector, pero la presión descendente de los precios significará una rápida recuperación para la TI.

**JIMÉNEZ: La teoría del crecimiento económico indica que los países pobres deberían crecer más rápidamente y, en última instancia, converger con los países industrializados. La TI, ¿ayudará o perjudicará esta tendencia hacia la convergencia?**

**JORGENSON:** Ese es un tema difícil y es el punto central del actual debate sobre la globalización. Si viviéramos en un mundo perfectamente globalizado —un solo mercado mundial, sin barreras al comercio, con libre flujo de capitales, mano de obra y mercancías— podríamos esperar que la TI se difundiera de manera rápida y contribuyera a la convergencia.

Pero en el mundo real, existen barreras al comercio y a los movimientos de capital, y ello obstaculiza las inversiones en TI. Dichas barreras socavan la tendencia natural hacia la convergencia pues permiten que los países líderes en la producción de TI se adelanten con relación a los otros países.

La difusión acelerada de la TI como resultado de la adopción de medidas hacia la globalización podría acelerar la convergencia. Ello pone al FMI en una posición extremadamente importante en cuanto al manejo de la difusión de la TI.

**JIMÉNEZ: ¿Cómo pueden beneficiarse más los países en desarrollo con la TI?**

**JORGENSON:** Los países en desarrollo ya están beneficiándose con la TI. Los más exitosos, como Corea del Sur y [la provincia china de] Taiwan, están participando activamente en la producción de TI. La TI es un negocio determinado por el nivel de costos y a las empresas de Estados Unidos les resulta conveniente producir semiconductores en Malasia o Singapur debido a los bajos costos de empaque y transporte.

*Jorgenson: “El 7% de la economía genera casi el 40% del crecimiento económico de Estados Unidos.”*



Dado que el nivel de salarios está aumentando como consecuencia del milagro del este Asiático, la industria de TI está migrando a países como China e India. Por ello, la pregunta que deben hacerse los países en desarrollo es: “¿qué tenemos que hacer para atraer TI?” La respuesta es simple: estar abiertos a la inversión, la tecnología y el capital extranjeros.

**JIMÉNEZ:** A fin de cuentas, ¿quién se beneficia más con la TI: los usuarios debido a los bajos precios, los trabajadores debido a los altos salarios, o los productores por las grandes utilidades?

**JORGENSEN:** Los usuarios de TI se han beneficiado con los bajos precios, pero los trabajadores también se han visto beneficiados en gran medida por los altos salarios. Ello no fue tan obvio en Estados Unidos, donde aparentemente los salarios reales se estancaron por un período largo. Sin embargo, no cabe duda ahora de que los salarios reales se incrementaron rápidamente junto con el auge de TI a finales de los años noventa.

No obstante, para los productores la situación es diferente. Por ejemplo, Intel tiene un margen de

utilidad bastante alto. Es una empresa innovadora y puede generar utilidades por el hecho de estar a la vanguardia. IBM, que por largo tiempo decayó, ahora también es bastante rentable. Sin embargo, otras empresas están atravesando etapas de claro deterioro.

Con la aceleración del desarrollo de la TI, el famoso proceso de Schumpeter sobre la “destrucción creativa” está ocurriendo en el sector de TI en un período muy corto. Ello es bueno para los productores, pero es incluso mejor para los usuarios. Los que más han ganado son los usuarios de la TI y aquellos trabajadores que han mejorado sus habilidades para hacer un uso más efectivo de esta tecnología.

Y esto es algo que me gustaría que también hicieran los economistas. Quisiera volver a enfatizar este punto: Los economistas necesitan actualizar su entendimiento del papel de la TI en la economía, de manera que puedan ayudar a que sus principales clientes, los responsables de la política económica del mundo, se beneficien de la revolución de la TI. Los economistas aún tenemos un largo camino que recorrer. ■

“Los economistas necesitan actualizar su entendimiento del papel de la TI en la economía, de manera que puedan ayudar a que sus principales clientes, los responsables de la política económica del mundo, se beneficien de la revolución de la TI.”

—Dale Jorgenson

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

Comunicados de prensa

01/48: El FMI y el Banco Mundial proporcionan a Tanzania alivio de la deuda por US\$3.000 millones en el marco de la Iniciativa reforzada para los PPME, 27 de noviembre

01/49: El FMI aprueba en principio a favor de la República Kirguisa un acuerdo trienal por US\$93 millones en el marco del SCLP, 30 de noviembre

Notas informativas

01/118: Aninat celebra el acuerdo con Perú sobre un nuevo programa, 21 de noviembre

01/119: El FMI concluye el primer examen del programa de Vietnam en el marco del SCLP y aprueba el desembolso de US\$52 millones, 21 de noviembre

01/120: El FMI concluye el cuarto examen del acuerdo a favor de Mauritania en el marco del SCLP y aprueba el desembolso de US\$8 millones, 21 de noviembre

01/121: El FMI aprueba US\$3.000 millones en el marco de un acuerdo de derecho de giro a favor de Turquía, 28 de noviembre

01/122: El FMI, el Banco Mundial, el BAD y el PNUD patrocinan la conferencia regional sobre estrategias nacionales de lucha contra la pobreza, en Hanoi, 29 de noviembre

01/123: El FMI concluye en principio el examen del acuerdo a favor de Burkina Faso en el marco del SCLP y aprueba el desembolso de US\$7 millones, 30 de noviembre

01/124: El FMI concluye el examen del acuerdo de Djibouti en el marco del SCLP y aprueba el desembolso de US\$5 millones, 30 de noviembre

01/125: El FMI concluye el examen del acuerdo de Madagascar en el marco del SCLP y aprueba el desembolso de US\$14 millones, 5 de diciembre

01/126: El FMI concluye el examen del acuerdo de Gambia en el marco del SCLP y aprueba el desembolso de US\$4 millones, 6 de diciembre

Notas de información al público

01/121: El FMI concluye la consulta del Artículo IV de 2001 con Italia, 20 de noviembre

01/122: El FMI concluye la consulta del Artículo IV de 2001 con Finlandia, 21 de noviembre

Discursos

Los desafíos de la nueva economía financiera, declaración de Flemming Larsen en la reunión conjunta de la Comisión de Finanzas de la Asamblea Nacional Francesa y el Alto Consejo de Cooperación Internacional, 15 de noviembre

Un nuevo enfoque para la reestructuración de la deuda soberana, discurso de Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI en el Club Nacional de Economistas, Washington, 26 de noviembre (pág. 385)

Transcripciones

Conferencia de prensa sobre el informe del personal sobre la consulta del Artículo IV con Italia, por Maxwell Watson y Gian Maria Milesi-Ferretti, Departamento de Europa I, 20 de noviembre

Conferencia de prensa de Thomas Dawson, Director del Departamento de Relaciones Externas del FMI, 6 de diciembre (pág. 386)

Otros

Declaraciones de H.E. Masajuro Shiokawa, ministro de Hacienda de Japón; Pedro Malan, ministro de Hacienda de Brasil y Gerrit Zalm, ministro de Hacienda de Países Bajos, Comité Monetario y Financiero Internacional, Ottawa, Canadá, 20 de noviembre\*

Actividades financieras del FMI, 23 de noviembre

Estado financiero del FMI, trimestre finalizado el 31 de octubre de 2001, 3 de diciembre\*

\*Fecha de publicación

## Estados Unidos es la clave de la reactivación pero Japón y Europa también deben contribuir

Tras una década de espectacular crecimiento, la economía de Estados Unidos ha perdido impulso y según los expertos ha entrado en recesión. La fase descendente se inició antes del 11 de septiembre pero se intensificó después de los ataques terroristas. En el resto del mundo, que también sufre los efectos de la desaceleración y los ataques terroristas, ningún país o región está en condiciones de asumir el papel que Estados Unidos desempeñó en los últimos años como motor de la economía. Por consiguiente, cabe preguntarse qué perspectivas hay de una reactivación económica mundial. Ese fue el tema central de la vigésima conferencia anual de Global Interdependence Center (GIC) celebrada el 5 de noviembre en Filadelfia.

Los participantes —entre ellos funcionarios del gobierno de Estados Unidos, catedráticos y dirigentes del sector privado— convinieron en que Estados Unidos es la clave de una reactivación internacional pero que Japón y Europa podrían contribuir mucho más. Asimismo, coincidieron en que la reactivación debe dar lugar a una distribución más equitativa de los beneficios en todo el mundo y a un mayor reconocimiento de las principales economías de la función mundial que ejercen. No obstante, no hubo consenso con respecto a la gravedad de la situación en Estados Unidos ni al momento en que se producirá la reactivación.

### Estados Unidos

En la conferencia se pasó revista a la situación de las distintas regiones. Martín Barnes abordó las perspectivas de Estados Unidos y planteó que, contrariamente a los que han dicho muchos economistas, la recesión será profunda. No obstante, indicó que no compartía el pesimismo de los que prevén años de dificultades económicas debido a los excesos de los años noventa. Citó la reducción de los costos de la energía y de las tasas de interés y los descuentos tributarios como indicios positivos, pero al mismo tiempo reconoció que esos factores no contrarrestarán completamente la disminución del empleo y la pérdida de riqueza. La recesión no será permanente; es posible incluso que la reactivación se produzca en el segundo trimestre del próximo año.

Con respecto a los problemas estructurales, Barnes opinó que se han sobreestimado y explicó:

- Primero, aunque la tasa de ahorro privado no es especialmente baja en Estados Unidos, Barnes sostuvo que no hay motivos para creer que existe un problema grave de sobreendeudamiento. El descenso de las tasas de interés ofrece la posibilidad de refinanciamiento, y el sistema financiero del país es sólido.

- Segundo, la inversión de los años noventa no se ha traducido en un enorme exceso de capacidad. A diferencia de Japón, la inversión en Estados Unidos es productiva. A medida que Estados Unidos vaya

reduciendo su dependencia del petróleo de Oriente Medio deberá incrementar la inversión en el sector de la energía.

- Tercero, si bien Estados Unidos se ha transformado en un país deudor y el aumento de su deuda externa es insostenible, según Barnes esto no plantea un problema grave a corto plazo. El déficit comercial es un símbolo de la solidez de la economía y refleja la pujanza de la demanda. Asimismo, la tasa de aumento de la productividad alcanzó un nuevo máximo, y no sólo de carácter cíclico, aunque tras los ataques terroristas esta tendencia ha perdido impulso y se están dedicando más recursos a la seguridad que al gasto productivo.

Con todo, Barnes opinó que Estados Unidos está reaccionando mejor de lo previsto y que la decisión de reducir las tasas de interés fue acertada.

### ¿Qué puede hacer Europa?

Según Robert Solomon, la tasa de crecimiento de Europa, que fue vigorosa en 1999–2000, empezó a disminuir a finales de 2000 y seguirá reduciéndose, sobre todo en Francia, Alemania e Italia. Señaló que ello se debe en parte a las limitaciones que impuso la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en el marco del Tratado de Maastricht de 1991. Recordó, por ejemplo, que los países participantes han tenido que cumplir con el requisito de limitar su déficit presupuestario a no más del 3% del PIB. Otro factor fue la adopción del euro. Se espera que el objetivo de política monetaria de la zona del euro —estabilizar los precios— tenga un efecto positivo en el crecimiento y el empleo, pero ha limitado el respaldo de la política monetaria a la demanda en el corto plazo.

Según Lawrence Klein, el deseo de los europeos de contener la inflación y cumplir con los criterios de Maastricht ha postergado la reactivación e impedido frenar el deterioro económico. El Banco Central Europeo rebajó las tasas de interés y se prevé que volverá a hacerlo, pero varios de los participantes señalaron que la política monetaria no puede generar un repunte por sí sola. Solomon indicó que hay margen para aplicar una política fiscal más eficaz. Klein, sin embargo, manifestó la opinión mayoritaria y señaló que Europa sigue dando muestras de falta de imaginación y de incapacidad para estimular la economía mediante la coordinación de la política monetaria y fiscal.

### Japón y Asia

Al referirse a la economía japonesa Edward Lincoln planteó que los problemas económicos se deben a tres factores: los préstamos en mora (entre US\$800.000 millones y US\$1 billón), las fallas de la política macroeconómica y la falta de reformas sistémicas. Sostuvo que el país no está haciendo frente al problema de los préstamos por razones políticas. Explicó que los políticos

### Conferencia de GIC

#### Participantes

*Martin Barnes*  
Director  
The Bank Credit Analyst

*William Dunkelberg*  
Presidente, Global  
Interdependence Center

*Lincoln Gordon*  
Catedrático invitado  
The Brookings Institution

*Robert Hormats*  
Vicepresidente  
Goldman Sachs  
International

*Lawrence Klein*  
Profesor de Economía  
(Cátedra Benjamin  
Franklin), Universidad  
de Pensilvania

*Steven Landefeld*  
Director, Dirección de  
Análisis Económico  
Departamento  
de Comercio de  
Estados Unidos

*Edward Lincoln*  
Catedrático invitado  
The Brookings Institution

*Anthony Santomero*  
Presidente, Banco de  
la Reserva Federal  
de Filadelfia

*Allen J. Simpson*  
Presidente de la  
Conferencia

*Robert Solomon*  
Catedrático invitado  
The Brookings Institution



“Con respecto a África, en términos relativos las estimaciones del continente son más prometedoras de lo que suelen ser.”

—Lawrence Klein

japoneses mantienen relaciones “incestuosas” con los prestamistas y la banca. A modo de ejemplo, explicó que es común que los bancos de inversión financien a los políticos la compra de acciones en determinadas empresas; después los bancos elevan artificialmente las cotizaciones de estas acciones, los políticos liquidan sus tenencias, reembolsan el préstamo y se quedan con la diferencia. De resolverse el problema de los préstamos, estas transacciones ilícitas saldrían a luz. Sin duda, las demoras en contabilizar estas transacciones en forma transparente ha postergado la reactivación, pero según Lincoln ello no representa un obstáculo insuperable.

En el frente macroeconómico, Lincoln señaló que la política monetaria no ha logrado estimular la economía y que la política fiscal no ha reflejado la postura de las autoridades en forma convincente. Actualmente las tasas de interés son casi cero y la deflación anual se mantiene en un 1%. ¿Deben las autoridades hacer más? La mayoría de los economistas coinciden en que el Banco de Japón debería establecer una meta de inflación positiva, pero al parecer no está dispuesto a hacerlo. Según Lincoln, el problema también es político. Si el Banco de Japón —que se independizó recién en 1998, cuando las tasas de interés eran cercanas al 0,5%— consiente en fijar una meta positiva y resiste las presiones externas, daría la impresión de que ha perdido su autonomía. Por lo tanto, Lincoln opinó que se ha llegado a un impasse.

Es evidente que Japón debe desregular ciertos sectores y adoptar medidas para lograr una mayor transparencia. Aunque ha habido avances en este frente en los últimos diez años, Lincoln explicó que los cambios jurídicos no se han traducido en cambios concretos. Además, hasta hace diez años los japoneses estaban orgullosos de su sistema económico; después de todo funcionó muy bien durante cuatro décadas. Estiman que han adoptado un capitalismo más humano y compasivo y se oponen al modelo de capitalismo de Estados Unidos, que consideran más severo y cruel. En conclusión, son pocas las presiones de la ciudadanía en pro del cambio ya que, pese a la recesión, la gente vive mejor que hace diez años.

¿Cuál es la situación en el resto de Asia? Según Klein, la mayoría de las economías asiáticas afectadas por crisis financieras a fines de los años noventa se han recuperado, y la RAE de Hong Kong, Corea, Malasia y Singapur registraron repuntes espectaculares. Sin embargo, en 2001 la situación en algunos países recrudeció y los más afectados fueron los que mantenían vínculos estrechos con la economía de Estados Unidos y se habían beneficiado del auge de la alta tecnología. No obstante, sus perspectivas son buenas si mejoran la transparencia financiera, reducen la corrupción, adoptan normas contables uniformes, reducen el volumen de préstamos en mora y conjugan estas reformas estructurales con políticas de estabilización macroeconómica. Klein citó dos excepciones: China, que se salvó de la crisis de 1997–98 y que ha sido una isla de estabilidad para Asia, e India que registró una gran expansión antes de sucumbir a los efectos de la desactivación en Estados Unidos.

## África y las economías en transición

Con respecto a África, Klein indicó que en términos relativos las estimaciones del continente son más prometedoras de lo que suelen ser. No obstante, los problemas son enormes. La alta tasa de crecimiento demográfico hace difícil elevar el crecimiento per cápita, y las posibilidades de una rápida expansión se ven limitadas por los bajos precios de los productos básicos, la inestabilidad política y la devastación causada por el SIDA.

Los países de Europa oriental y central también se han visto afectados por la desactivación en Estados Unidos, dijo Klein, pero, en general, su situación es más favorable que la de otras regiones. Se prevé que bajará la tasa global de crecimiento pero la inflación está controlada. Klein señaló que los países bálticos y Hungría han logrado consolidar sus avances, a diferencia de los países vecinos, como Polonia en que la actividad productiva se redujo este año. Rusia, que registró un sólido crecimiento económico en 2000, es otro país prometedor cuya expansión probablemente seguirá, aunque a un ritmo menor. Según Klein, el descenso de los precios de la energía, que se mantienen deprimidos debido a la atonía económica mundial, han favorecido a Rusia. No obstante, hay incertidumbre con respecto a la oferta y los precios futuros del petróleo debido a la situación en Oriente Medio.

## América Latina

Lincoln Gordon manifestó su pesimismo con respecto a las perspectivas de reactivación a corto plazo porque toda reactivación depende de que repunte la economía de Estados Unidos. Argentina ha registrado un crecimiento negativo por tercer año consecutivo, dijo. Además, la situación de la deuda es insostenible y es probable que el país caiga en cesación de pagos. El desempleo, un grave problema político, asciende a un 20%, lo cual intensifica la incertidumbre política del país y plantea dudas con respecto a la viabilidad del régimen económico. En 2000 los resultados de Brasil fueron mejores de lo que se esperaba pero el crecimiento previsto para este año no se materializará. Gordon añadió que Brasil se ha visto afectado no sólo por la desactivación económica mundial sino también por la reciente crisis de la energía eléctrica, la situación en Argentina y la incertidumbre política en vísperas de las elecciones de octubre de 2002.

Gordon indicó, sin embargo, que a mediano y largo plazo las perspectivas son más alentadoras, salvo en Colombia, en que reinan los problemas de la droga, la guerra civil y los conflictos políticos. Cabe el optimismo, entre otras razones, debido a que la democracia parece afianzarse y la educación se está universalizando, con lo cual crece la clase media y, por lo tanto, mejora la distribución del ingreso.

## ¿Se está midiendo correctamente el crecimiento?

Todas estas proyecciones económicas dependen, obviamente, de que los datos y las técnicas de medición sean adecuados. Steven Landefeld invitó a los participantes



Estados Unidos no atravesaba por momentos de inseguridad económica y personal de esta magnitud desde la crisis de los misiles en Cuba.

—Robert Hormats

a considerar si los mecanismos actuales utilizados para medir el crecimiento económico, la inflación y la productividad mundiales son adecuados, sobre todo cuando se aplican a lo que parece ser un nuevo tipo de economía. Formuló tres preguntas: ¿Es la “nueva economía” un fenómeno real? ¿Han aumentado las tasas de crecimiento del PIB y de la productividad? ¿Es cierto que la tecnología ha favorecido la productividad y el crecimiento económico? Según Landefeld, sí.

Sin embargo, los mecanismos actuales fueron diseñados para cuantificar los resultados de la antigua economía industrial y se prestan sobre todo para captar los sueldos y los salarios en ese sector, pero no así los precios de los servicios ni el producto o la renta que generan. Por ejemplo, señaló que es común estimar el PIB atribuible a la banca sobre la base de las horas trabajadas en el sector, pese a que este método no es apropiado en vista de la alta tecnología que utilizan los bancos. Según Landefeld, para cuantificar la tasa de aumento de la productividad del sector bancario, por ejemplo, sería más apropiado medir la producción, por ejemplo contando las transacciones por cajero automático, los giros electrónicos y el volumen de retiros y depósitos.

#### El futuro de la interdependencia global

En último lugar habló Robert Hormats, quien se refirió a la importancia de la interdependencia en un mundo

caracterizado por una fase descendente aguda y generalizada en que el destino de la mayoría de los países depende de una reactivación en Estados Unidos. Señaló que Estados Unidos no atravesaba por momentos de inseguridad económica y personal de esta magnitud desde la crisis de los misiles en Cuba. Tras los ataques terroristas, los consumidores son renuentes a gastar y reina la incertidumbre. Una de las principales características de la “nueva economía” es el movimiento transfronterizo de bienes, ideas y personas, pero los recientes actos terroristas representan una amenaza que podría frenar la actividad económica un buen tiempo.

Con respecto a la mejor política económica para Estados Unidos, Hormats coincidió con Barnes en que la decisión de reducir la tasa de interés fue acertada. Sin embargo, afirmó que la política fiscal que se está aplicando es confusa y que si no se aprueba una ley de estímulo económico podría quebrantarse el espíritu de cooperación bipartidaria. Hormats prevé que, con o sin estímulo fiscal, la reactivación será lenta y difícil incluso si no se producen nuevos actos de terrorismo. Concluyó diciendo que, pese a la postura antiglobalizadora del actual gobierno, desde el 11 de septiembre se observa en Estados Unidos una corriente más internacional que convendría mantener. ■

Elisa Diehl

Redactora del Boletín del FMI

## Obstfeld reflexiona sobre regímenes cambiarios, crisis monetarias y sistemas de alerta anticipada

**E**l 11 de noviembre, Maurice Obstfeld, profesor de Economía de la Universidad de California en Berkeley, dictó un seminario sobre ataques especulativos en el Instituto del FMI. Olivier Jeanne, economista del Departamento de Estudios del FMI, aprovechó la ocasión para dialogar sobre las crisis monetarias y los esfuerzos de los economistas por comprenderlas y pronosticarlas.



Obstfeld: “Cuando las autoridades trazan una línea y retan a los mercados a cruzarla, se exponen a que los mercados acepten el reto.”

**JEANNE:** ¿Cómo ha evolucionado la visión de las crisis monetarias en los últimos 10 ó 15 años?

**OBSTFELD:** A principios de los años ochenta, las enfocábamos a través del modelo de Paul Krugman, que servía bien de contrapunto teórico a los argumentos de los ministros de que los gnomos de Zurich —especuladores irracionales y malintencionados— eran quienes las causaban. Krugman demuestra que aunque los ataques repentinos pueden parecer producto de un espíritu especulativo arbitrario, en realidad son el resultado de una especulación racional con perfecta visión de futuro.

Pero ese tipo de modelo es tan elegante que terminamos perdiendo de vista los problemas del mundo real. Hay situaciones llenas de matices con posibilidad de crisis. Las epidemias de los últimos 15 años nos han

ayudado a entender que existen varios mecanismos a través de los cuales las expectativas pueden agudizar o producir una crisis. Para estudiarlos se crearon los modelos de “segunda generación” de las crisis monetarias.

Ahora estamos en un punto medio más sano y reconocemos que hay una variedad de crisis. Algunas son efectivamente del tipo Krugman: el resultado inevitable de políticas incoherentes o insostenibles. Pero otras son como la distinción clásica entre liquidez y solvencia. Puede haber crisis de liquidez que no se habrían desatado sin una pérdida de confianza, aun cuando la situación fuera sostenible a largo plazo.

**JEANNE:** Tras la crisis asiática, pareció generalizarse la opinión de que estábamos ante un nuevo tipo de crisis que exigía una teoría de “tercera generación”. ¿Qué piensa al respecto?

**OBSTFELD:** Tenemos, en los círculos académicos, una tendencia a rotular y publicitar lo que producimos. Básicamente, los llamados modelos de tercera generación son parecidos a los que habíamos rotulado modelos de segunda generación. En la práctica, ambos dependen de mecanismos autovalidantes a través de los cuales las expectativas del mercado pueden aumentar las probabilidades de crisis.

Para la primera tanda de modelos de segunda generación, la raíz del problema era un gobierno optimizante

que reaccionaba frente a la crisis. En realidad, estas otras crisis también tienen esa característica. Se puede crear un modelo con limitaciones que desencadenan crisis aun sin intervención estatal, pero por lo general estas limitaciones no son tan estrictas como pretenden los modelos, y hay aspectos sobre los cuales los gobiernos transan al decidir medidas y al tratar con el FMI y el sector privado. En resumen, diría que los modelos de segunda generación y los llamados “de tercera generación” tienen probablemente más similitudes que diferencias.

**JEANNE:** Los regímenes de tipo de cambio flotante con metas de inflación están de moda para las economías emergentes. La flotación se considera inmune al tipo de crisis que ha afectado a las paridades fijas, pero las metas de inflación quizá tengan el mismo problema de credibilidad que los tipos de cambio fijos. ¿Es posible imaginar un ataque especulativo contra un tipo flotante?

**OBSTFELD:** Básicamente, los tipos puros de cambio flotante no existen; o por lo menos son muy poco frecuentes. En la práctica, los tipos fijos y flotantes forman un continuo, y cuanto más nos acercamos a una meta cambiaria, mayor es el margen para un ataque del tipo que se organiza contra los tipos de cambio fijos. Cuando las autoridades trazan una línea y retan a los mercados a cruzarla, se exponen a que los mercados acepten el reto.

Aun en el caso más idealizado de flotación libre, los operadores se ven forzados a vender rápidamente cuando cambia el ánimo del mercado o se publican nuevos datos. La diferencia crítica es que si el tipo de cambio está determinado principalmente por el mercado, incorpora las expectativas y las evaluaciones del mercado en cuanto aparecen. Si el tipo de cambio es fijo, la información sobre la que se basan las transacciones la absorben otras variables —reservas, tasas de interés, etc.—, quizá a lo largo de mucho tiempo y con la posibilidad de un gran daño secundario para la economía. El daño pueden ocasionarlo no sólo los efectos directos de esas variables, sino también las medidas imprudentes que toman a veces los gobiernos para mantener la paridad. Piense en las intervenciones del Gobierno británico para sostener la libra en el mercado a plazo en los años sesenta, que terminaron siendo notablemente costosas. O en las intervenciones más recientes de Tailandia para defender el baht.

Por supuesto, también se puede intervenir para frenar la caída de un tipo flotante, con la posibilidad de perder dinero, pero el incentivo es mucho menor. El gobierno tiene mucho menos prestigio en juego con la flotación que con una paridad oficial que está empeñado en defender. Para mí, por consiguiente, el tipo fijo sigue planteando riesgos mucho mayores. El constante ajuste del tipo de cambio representa para el régimen de flotación una válvula de escape que un régimen más rígido no tiene hasta último momento. En ese momento, el gobierno se ve obligado a actuar en circunstancias que suelen resultar bastante desastrosas.

Por supuesto, la otra faceta de la oposición entre tipo fijo y tipo flotante es la medida en que la ilusión de fijeza

puede llevar a los operadores a protegerse insuficientemente de los riesgos. Ese ha sido un problema en muchas de las últimas crisis.

**JEANNE:** A nivel teórico, ¿qué volumen de reservas debería tener un país para evitar un ataque especulativo? También nos interesaría su opinión sobre un problema básico, pero que el FMI enfrenta constantemente al formular programas: ¿cuánto deberíamos prestar?

**OBSTFELD:** Se podría afirmar que para proteger realmente a un país contra ataques especulativos que aprovechan la fragilidad financiera, tendría que haber suficiente liquidez para amortizar el total de la deuda externa a corto plazo. Pero esa liquidez podría ser enorme, y podría haber riesgo moral si la necesidad de crearla fuera un incentivo para una toma excesiva de crédito a corto plazo. Supongo que, en realidad, no existe una respuesta fácil. Es obvio que algunos tipos de ataque no tienen que ver con el nivel de liquidez internacional, sino con la relación entre las expectativas cambiarias y las condiciones macroeconómicas básicas. En esos casos, sea cual fuere el volumen de reservas, no puede evitar la crisis.

Respecto de su otra pregunta, no hay duda de que los préstamos del FMI cumplen una función, pero tienen que catalizar la participación del sector privado. No sería muy sensato pensar en el FMI como una organización que sirve de prestamista internacional de última instancia y dispone de recursos inmensos para rescatar a cualquiera en cualquier momento. Quizá las salvaguardas que los bancos centrales nacionales pueden imponer frente al riesgo moral sean insuficientes, pero el FMI ni siquiera tiene eso, ni tampoco sanciones a su disposición en el trato con gobiernos soberanos.

**JEANNE:** Querría cerrar con una pregunta sobre los sistemas de alerta anticipada. ¿Hasta qué punto podemos pronosticar una crisis cambiaria?

**OBSTFELD:** Los resultados apuntan a cierto poder limitado de predicción, aun fuera de la muestra. Pero estos sistemas también producen muchos resultados positivos falsos; es como el chiste de Paul Samuelson de que el mercado bursátil predijo 10 de las últimas 3 recesiones. Creo que es muy útil tratar de cuantificar las variables que ayudan a pronosticar las crisis. Ese es un terreno bien explorado y, por su importancia para las ecuaciones de predicción, esas variables sirven de respaldo a varias teorías sobre las crisis que aparecieron en los últimos años.

Pero desde mi punto de vista, es difícil saber en la práctica cómo dar un uso óptimo a estas herramientas y cómo reaccionar. Por ejemplo, uno de los sistemas analiza la probabilidad de una crisis, y encontramos predictores que funcionan bien dentro de lo razonable, aun fuera de la muestra. Pero, ¿en qué momento tiene que sonar la alarma para el gobierno nacional o el FMI? ¿Al llegar a un 25%, a un 50% de probabilidad de crisis? ¿Y llegado el momento, qué hay que hacer? Los modelos nos permiten hacernos una idea de los factores que incrementan las probabilidades de crisis —que de todos

¿En qué momento tiene que sonar la alarma para el gobierno nacional o el FMI? ¿Al llegar a un 25%, a un 50% de probabilidad de crisis?

—Maurice Obstfeld

modos suelen estar correlacionados—, pero no dejan realmente en claro cuál es la respuesta más eficaz.

Por último, se plantea el tema de lo que nos aportan los modelos, además de indicadores. Volviendo al caso de Tailandia, el FMI observó el déficit en cuenta corriente y otros problemas, y el desplome del precio de los activos fue una advertencia de la precariedad del baht, pero en la práctica fue imposible lograr una reacción. ¿Habría ayudado un modelo? Desde la óptica de la economía política, podría sostenerse que si el FMI tuviera un modelo y afirmara que el indicador es de fiar y se ha puesto en

rojo, tendría más influencia para promover un ajuste que si se dejara llevar únicamente por la intuición del Departamento de Estudios o del Director Gerente.

No puedo darle una respuesta. Los modelos se pueden aplicar de muchas maneras distintas. Desconfiaría de tener un modelo por razones de economía política. Las autoridades están cada vez más familiarizadas con la manera de hacer predicciones, y probablemente la influencia de un modelo analítico sea muy poco mayor que la de las evaluaciones que viene haciendo el FMI basándose en sus apreciaciones. ■

*Conferencia del FMI sobre investigación económica*

## Se analizan la condicionalidad, el costo de las crisis cambiarias y la desinflación

**A**l inaugurar la segunda conferencia anual del FMI sobre investigación económica, Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente, señaló que lamentaba no poder asistir a todo el evento. La conferencia, celebrada los días 29 y 30 de noviembre, se destacó por el animado debate en torno a los componentes que deben reunir los programas respaldados por FMI, el diseño de una condicionalidad eficaz en la concesión de préstamos y las repercusiones de las crisis cambiarias. El Consejero Económico del FMI, Ken Rogoff, rindió homenaje al profesor Rudi Dornbusch de MIT, presente en la reunión.

Durante la crisis de Asia, se criticó que los préstamos del FMI son demasiado condicionados y exigentes. Frente a esta crítica, que también surgió en las evaluaciones internas, el FMI inició un examen de la condicionalidad. En la conferencia se presentaron varios estudios con propuestas para hacer de la condicionalidad un mecanismo más eficaz.

Allan Drazen (Universidad de Tel Aviv) indicó que la clave está en reconocer la heterogeneidad de los intereses internos de los países. Los diversos grupos casi nunca coinciden en las políticas que hacen falta para superar una crisis financiera; en algunos casos pueden estar aún más en desacuerdo con respecto a las medidas necesarias para mejorar las perspectivas a largo plazo. En el proceso político revisten especial importancia los grupos de intereses con suficiente poder para bloquear las reformas. Según Drazen, el crédito condicionado debería permitir al FMI seguir adelante con las reformas pese a esta diversidad de intereses, en algunos casos consiguiendo el consentimiento de las partes con poder de veto.

Un nuevo estudio presentado en la conferencia sostiene que, de hecho, el poder de los intereses especiales y la falta de cohesión política, entre otros factores, desvían los programas respaldados por el FMI. En el estudio, preparado por Anna Ivanova, Alex Mourmouras y George Anayiotos del FMI (con la colaboración de Wolfgang Mayer de la Universidad de Cincinnati), se analizan 170 programas aprobados en los años noventa.

Jeffry Frieden (Universidad de Harvard) planteó que, por sí solos, los préstamos de la institución no son suficientes para lograr cambios sustanciales en la política económica interna de los países. Sostuvo que la condicionalidad del FMI es más bien un mecanismo que permite a muchos países obtener acceso a fuentes de capital privado mucho mayores siempre que estén dispuestos a emprender ciertos tipos de reformas.

### La identificación con los programas del FMI

El Director del Instituto del FMI, Mohsin Khan, subrayó que la función de la condicionalidad es conciliar los intereses a veces opuestos del FMI y los países prestatarios. Apoyándose en la labor de su colega, Sunil Sharma, Khan dijo que en teoría la condicionalidad debería tener la misma función que las estipulaciones de los contratos financieros privados, en que se exigen garantías o se incluyen cláusulas para proteger el capital del prestamista. En los “contratos” entre el FMI y los países prestatarios, el país prestatario se compromete a aplicar un conjunto de medidas que aseguran el reembolso del préstamo.

¿Pero cómo puede exigirse que se cumpla lo estipulado en los “contratos” entre el país prestatario y el FMI? Una forma es lograr que el país se identifique plenamente con el programa y que participe verdaderamente en su diseño. De este modo, se reduce la tentación de abandonar las medidas de política acordadas.

Khan planteó que si el país no se identifica con el programa, el FMI debería considerar la posibilidad de incorporar una condicionalidad basada en los resultados, condicionando el otorgamiento de sus recursos al logro de resultados concretos. Tito Cordella y Giovanni Dell’Ariccia, ambos del FMI, plantearon que si los países no asumen el programa como propio, los donantes deben dirigir su asistencia a proyectos específicos en lugar de proporcionar asistencia presupuestaria, que es más fácil de destinar a usos improductivos.

Para que la condicionalidad sea más eficaz es posible que el FMI tenga que rechazar un mayor número de solicitudes de crédito. Es evidente que si los países saben



Allan Drazen



Anna Ivanova



Jeffry Frieden

que el FMI no está dispuesto a sancionarlos, tendrán menos incentivos para no cumplir con lo estipulado. No obstante, son muchos los motivos por los que el FMI es tolerante en esos casos. No interrumpir la asistencia puede ser esencial para proteger la estabilidad del sistema financiero internacional; asimismo, puede haber razones humanitarias o presiones políticas para seguir proporcionando asistencia a ciertos países.

De hecho, Jong-Wha Lee, de la Universidad de Corea, (quien presentó un estudio preparado con Robert Barro, de Harvard) sostuvo que los países con nexos políticos más estrechos con el FMI son los que tienen mayores probabilidades de conseguir crédito. Según ese estudio, estos nexos dependen de la cuota del país, del número de funcionarios del FMI que son ciudadanos del país, y de la medida en que solidarizan políticamente con los principales países miembros, sobre todo, Estados Unidos (para cuantificar esa solidaridad el estudio analizó cómo votan los países en las decisiones de las Naciones Unidas).

Al referirse al estudio de Barro y Lee, Tim Lane del FMI, señaló que es difícil interpretar estos factores políticos. El efecto que parecen tener sobre las posibilidades de conseguir un préstamo de la institución puede simplemente deberse al hecho de que los autores del estudio optaron por excluir del análisis el financiamiento concesionario; los países más pobres tienen cuotas pequeñas, están menos representados en el personal del FMI y obtienen financiamiento concesionario en lugar de acuerdos de derecho de giro o acuerdos ampliados. Asimismo, la forma en que votan los países puede, en parte, atribuirse a las afinidades políticas que caracterizaron a ciertos grupos de países durante la guerra fría.

Asimismo, Lane puso en tela de juicio la conclusión del estudio de que los programas respaldados por FMI en los últimos 25 años no han elevado el crecimiento a largo plazo de los países. Señaló que el estudio se basa en promedios quinquenales que incluyen parte de la disminución del crecimiento típica en la fase anterior a la adopción de los programas. Asimismo, indicó que se ha ido incrementando la importancia del crecimiento económico en estos programas y, por lo tanto, convendría determinar en qué medida las conclusiones del estudio son válidas cuando se examina períodos más recientes.

### El costo de las crisis cambiarias

Según Rudi Dornbusch, la primera prueba de que las crisis cambiarias tienen un costo es que suelen producir la renuncia del ministro de hacienda y del gobernador del banco central. En varios de los estudios presentados en la conferencia se analiza el costo de estas crisis y cómo han ido cambiando en los últimos años.

Ratna Sahay (que presentó un estudio preparado con su colega del FMI, Poonam Gupta, y Deepak Mishra, del Banco Mundial) señaló que el producto económico reacciona de distintas maneras a las crisis cambiarias. Si bien la atención tiende a centrarse en las caídas catastróficas, son mucho más numerosos los

casos de disminuciones reducidas. Sahay señaló que, de hecho, en el 40% de las 200 crisis estudiadas el producto había aumentado.

Ese resultado no es del todo inesperado. En principio, la devaluación se traduce en una ventaja competitiva transitoria en los mercados de exportación, y ese efecto tiende a elevar el producto. Kristin Forbes (del Tesoro de Estados Unidos) se propuso captarlo en su análisis de las consecuencias que tuvieron devaluaciones recientes sobre las empresas exportadoras de productos básicos.

Sin embargo, la conclusión de que la mayoría de las crisis van acompañadas de contracciones del producto significa que el efecto positivo sobre las exportaciones se ve anulado por efectos negativos en otros sectores. Nouriel Roubini (Universidad de Nueva York) presentó un análisis valioso de los cauces por los que se producen esos otros efectos. Uno de los más importantes es que la devaluación repercute negativamente en la situación financiera de las empresas y los bancos; con frecuencia la consiguiente escasez de crédito es la causa de la disminución del producto observada después de muchas crisis cambiarias. Asimismo, se presentaron dos estudios más sobre la relación entre la escasez de crédito, las crisis cambiarias y el crecimiento del producto: Aaron Tornell (Universidad de California en Los Ángeles) y Frank Westermann (Universidad de Munich) examinaron los ciclos de auge y caída en mercados emergentes con limitaciones crediticias, en tanto que Adolfo Barajas (FMI) y Roberto Steiner (Universidad de los Andes) analizaron el inquietante estancamiento del crédito en cinco economías de América Latina.

Además de perjudicar la expansión del producto, las crisis cambiarias pueden incidir negativamente en la inflación. Curiosamente, estos efectos han sido sorprendentemente benignos. Martin Eichenbaum (Northwestern University) presentó un estudio realizado con sus colegas Ariel Burstein y Sergio Rebelo que plantea que la reducción de la inflación se debe en parte a que, tras la devaluación, los consumidores sustituyen sus importaciones por bienes nacionales más baratos (a veces de calidad inferior). Además, es posible que los costos de distribución, que no reaccionan a las variaciones del tipo de cambio, desempeñen una función más importante de lo que presuponía.

Axel Weber y Günter Beck, de la Universidad de Francfort, analizaron el efecto de las crisis cambiarias sobre la integración de la economía mundial, a partir de un examen de la medida en que los precios al consumidor en distintos países siguen una evolución paralela. Utilizando una gran base de datos de precios al consumidor de unas 200 ciudades (o regiones) de 20 países, sostienen que, como reacción a las crisis cambiarias de los años noventa, los diferenciales de los precios entre los continentes se han ido ampliando.

La crisis de Asia suscitó un debate sobre la función de la política fiscal para estimular la actividad económica en un período de crisis. Emanuele Baldacci, Marco Cangiano,



Mohsin Khan



Tim Lane



Ratna Sahay



Martin Eichenbaum



Laura Wallace  
Directora

Sheila Meehan • Elisa Diehl  
Natalie Hairfield  
Redactoras

Philip Torsani  
Director de artes gráficas

Jack Federici  
Diseñador gráfico

**Edición en español**

División de Español

Departamento de Tecnología  
y Servicios Generales

Adriana Russo  
Traducción

Magdalena Copeland y  
Adriana Vilar de Vilaríño

Corrección de pruebas

Tania Fragnaud  
Autoedición

El *Boletín* (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 23 números en español, francés e inglés, además del *Suplemento sobre el FMI* y un índice anual. Las opiniones e información publicadas no representan necesariamente la posición oficial del FMI. Los mapas que se publican para orientar a los lectores provienen de la sexta edición de *Atlas of the World*, de National Geographic; los nombres y las fronteras que aparecen en los mismos no reflejan la posición del FMI con respecto a la situación jurídica de ningún territorio, ni tampoco la conformidad de la institución en relación con dichas fronteras. El material publicado puede reproducirse mencionando la fuente de información. Las cartas al director deben dirigirse a: Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-8585; dirección electrónica: [imfsurvey@imf.org](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 X2001, IMF, Washington D.C. 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430. Fax: (202) 623-7201. Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).



Ken Rogoff (izq.), Consejero Económico del FMI con el ex Primer Subdirector Gerente del FMI, Stanley Fischer.

Selma Mahfouz y Axel Schimmelpfennig, del FMI, examinaron la política fiscal aplicada en períodos de recesión, que en los últimos años coincidieron muchas veces con crisis cambiarias. El análisis que presentan parece indicar que una política de expansión fiscal puede reducir la virulencia de la recesión, pero este efecto parece ser reducido y varía entre una economía y otra.

Stephanie Eble y Petya Koeva, del FMI, realizaron una encuesta para conocer la opinión de los rusos tras la transición a una economía de mercado inmediatamente después de la crisis cambiarias de ese país en 1998. Casi 40% de los encuestados deseaban volver al socialismo y, como cabría esperar, los que más criticaron las reformas de mercado eran personas cuya situación económica se había deteriorado desde el inicio de la transición. Otra conclusión fue que la resistencia a las reformas aumenta con la edad. Las personas de más edad, sobre todo los jubilados, son los que más añoran poder dar marcha atrás. A este respecto, algunos participantes plantearon que esa resistencia es ideológica (Anders Aslund, de la Fundación Carnegie para la Paz Internacional, describió a esas personas como “stalinistas empecinados”). Otros opinaron que la gente mayor se opone a las reformas por razones puramente económicas y que es necesario diseñar políticas que atenúen los efectos negativos sobre las personas de ingreso fijo.

**¿Por qué fracasa la desinflación?**

Los países suelen hacer frente a una alta inflación aplicando medidas de estabilización o desinflación. Algunos obtienen buenos resultados y otros fracasan. Para entender por qué, Javier Hamann y Alessandro Prati del FMI realizaron un estudio minucioso de 51 casos de estabilización y llegaron a la conclusión de que son varios los factores que entran en juego. Los países que comienzan con niveles de inflación más elevados tienen mayores probabilidades de éxito. Holger Wolf, de la Universidad George Washington, bromeó que “cuanto más grave el pecado, mayor el arrepentimiento”. Asimismo, los países que adoptan anclas cambiarias son



La conferencia homenajeó a Rudi Dornbusch (der.) por su trascendental estudio de los ajustes excesivos.

los que tienen mayores probabilidades de obtener buenos resultados con una estrategia de desinflación.

Los participantes opinaron que la falta de interés en adoptar este tipo de ancla se debe, por lo tanto, a otros factores, por ejemplo, a las dificultades que surgen al tratar de abandonar ordenadamente el ancla una vez que se alcanza el objetivo de desinflación. También influye la suerte: las tasas de interés mundiales y la demanda de importaciones de otros países pueden incidir en las probabilidades de éxito. La credibilidad es otro factor: los países con un historial de inflación más largo tienen mayores probabilidades de fracasar. Por último, las instituciones y condiciones políticas también son factores determinantes.

**Homenaje a Rudi Dornbusch**

En la ponencia Mundell-Fleming, Ken Rogoff conmemoró el aniversario de un artículo trascendental de Rudi Dornbusch escrito hace 25 años. En dicho artículo, en que se analizó la trayectoria del tipo de cambio frente a una variación de la oferta monetaria, Dornbusch logró demostrar que inicialmente el tipo de cambio alcanzará un nivel mayor que el nivel en que finalmente se estabiliza. (En principio, si el producto es muy sensible a las variaciones de las tasas de interés, puede ocurrir todo lo contrario; de hecho, el estudio de Janine Aron y John Muellbauer, de la Universidad de Oxford, presentado en la conferencia plantea que así fue en el caso de Sudáfrica.)

Rogoff señaló que el estudio de Dornbusch revitalizó en su momento el interés en las finanzas internacionales. Agregó que cuando se necesita una respuesta rápida, prefiere mil veces consultar el elegante estudio de Dornbusch que su libro de texto de 900 páginas (*New Open Economy Macroeconomics*). Dornbusch, allí presente, agradeció las generosas palabras de Rogoff y dijo que admiraba la valentía con que Rogoff parecía dispuesto a jugarse su credibilidad en una etapa tan temprana de su carrera en el FMI. ■