

## Evolución de la crisis en las economías de mercados emergentes

La crisis financiera que se inició en Asia durante el primer semestre de 1997, a raíz de la creciente presión ejercida por el mercado sobre el baht tailandés, se prolongó durante 1998/99, ya que en los países asiáticos afectados persistieron las inestabilidades en el mercado y la recesión no aminoró en la medida prevista inicialmente. La inestabilidad política y los bruscos cambios en materia de política económica, con las consiguientes perturbaciones económicas y sociales, se convirtieron en un obstáculo para el progreso de Indonesia en mayo de 1998. Al mismo tiempo, la economía de Japón seguía debilitándose, con fuertes repercusiones negativas en la demanda regional y en el sentir de los mercados financieros internacionales.

Aunque en un principio la crisis tuvo su epicentro en países asiáticos, en agosto de 1998 alcanzó dimensiones mundiales cuando Rusia, frente a la intensificación de las presiones del mercado, devaluó el rublo y reestructuró unilateralmente la deuda pública interna. Después, casi todos los mercados emergentes —y sobre todo Brasil— perdieron temporalmente el acceso al financiamiento privado, mientras cundía el temor generalizado a una posible restricción del crédito a nivel mundial.

Hacia finales de 1998, una cierta calma volvió a reinar en los mercados financieros, principalmente en razón de los programas de política económica que respaldaron las instituciones financieras internacionales. En vista del constante progreso en materia de estabilización y reforma logrado por los países asiáticos afectados por la crisis que aplicaron programas apoyados por el FMI, las monedas se fortalecieron en medida significativa —en especial en Corea— lo que permitió moderar la política monetaria. Después de la crisis que sufrió Rusia en agosto de 1998, las autoridades entablaron un diálogo con los funcionarios del FMI y, a finales de abril de 1999, llegaron a un entendimiento tentativo acerca de un programa económico que permitiera obtener en principio el apoyo financiero del FMI, entendimiento que se presentaría al Directorio Ejecutivo del FMI luego de que Rusia aplicara una serie de medidas normativas. En Brasil, a partir de finales de 1998, comenzaron a multiplicarse las preocupaciones

acerca de la solidez del apoyo político al programa fiscal del gobierno, lo que intensificó la presión sobre el real que, a mediados de enero de 1999, se tradujo en una devaluación de gran magnitud, poniendo así fin a los ajustes graduales del tipo de cambio. Las medidas que tomó el gobierno para fortalecer el programa fiscal y el gran aumento de las tasas de interés contribuyeron a afianzar la confianza del país y del extranjero en la determinación del gobierno para llevar adelante su programa. Más adelante, mejoró significativamente la situación económica y financiera.

La reacción del FMI frente a la crisis de Asia, más la de Rusia y la de Brasil y otros mercados emergentes, demandó largas horas de trabajo durante 1998/99. El Directorio se reunió con frecuencia para evaluar cómo iban avanzando los países asiáticos que estaban tomando medidas de reforma respaldadas por la institución (véase el recuadro 1) y, en diciembre de 1998, examinó la evaluación que realizaran los funcionarios de la respuesta de la institución ante la crisis de estos países<sup>5</sup>. Más adelante se examina dicha evaluación, y luego se describe brevemente lo acontecido en Rusia y Brasil durante el ejercicio y la forma en que el FMI abordó la situación. Los directores, además de deliberar acerca de la situación en que se encontraban estos países, consideraron asimismo otras cuestiones relacionadas con la prevención y la resolución de las crisis financieras cuando trataron temas como las perspectivas de la economía mundial, los mercados internacionales de capital y los distintos aspectos de la consolidación de la arquitectura del sistema financiero internacional (véanse los capítulos 2, 3 y 5).

### Programas respaldados por el FMI en los países asiáticos afectados por la crisis

Durante el ejercicio, el FMI publicó la primera evaluación interna sistemática, si bien de carácter preliminar, de la respuesta que se había dado en materia de política

<sup>5</sup>Publicado con el título de *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment*, Timothy Lane y otros, Occasional Paper 178 del FMI (Washington, 1999).

## Recuadro 1

**Países de Asia en crisis: Acontecimientos y respuesta del FMI hasta finales de abril de 1999**

Se resume seguidamente la evolución de los tres países de Asia afectados por la crisis y la respuesta ofrecida por el FMI durante 1998/99:

**Corea**

El programa de reforma económica de este país, apoyado por un acuerdo de derecho de giro del FMI, mantuvo su rumbo durante 1998-99 y también se afianzó la confianza del mercado en el compromiso asumido por el nuevo gobierno con respecto a las reformas. A medida que se estabilizaron las condiciones en el mercado, el gobierno lanzó con todo éxito una emisión de bonos públicos, el capital comenzó a fluir hacia los mercados de valores del país y Corea logró reconstituir en gran medida sus reservas utilizables. En julio de 1998, el won se había apreciado frente al dólar de EE.UU., lo que permitió a las autoridades bajar las tasas de interés a los niveles que tenían antes de la crisis. Las reformas estructurales hicieron hincapié en la racionalización y la consolidación del sector bancario, así como en la reestructuración de las empresas. Durante el ejercicio, Corea comenzó a pagar los préstamos tomados al principio del programa, en diciembre de 1997. A finales de abril de 1999, ya se advertía que la economía estaba saliendo de la grave coyuntura de 1997-98, y los datos económicos señalaban una moderada recuperación que, según lo previsto, se aceleraría durante el resto del año.

**Indonesia**

El programa de reforma indonesio, que contó con el respaldo de un acuerdo de derecho de giro del FMI, se descarriló porque hubo bruscos cambios de política, aumentaron las perturbaciones macroeconómicas y el sistema financiero se derrumbó en medio de graves disturbios civiles que hicieron renunciar al Presidente Suharto el 21 de

mayo de 1998. Hubo interrupciones de la producción, de las exportaciones y de los cauces de suministro interno y se paralizó la actividad bancaria. La rupia llegó a un valor mínimo sin precedentes de Rp 16.745 por dólar de EE.UU. a mediados de junio, lo que representa una depreciación acumulada de 85% desde junio de 1997. En julio de 1998, cuando el Directorio examinó por segunda vez el programa respaldado por el FMI, se advertían importantes trastornos en la actividad económica. Se dio entonces la prioridad inmediata al restablecimiento del sistema de distribución y a la intensificación de las medidas de seguridad social. Se reforzaron los planes de reestructuración de los bancos para poder hacer frente a las condiciones cada vez peores en que se encontraba el sistema financiero y se tomaron otras medidas para facilitar la reestructuración de la deuda de las empresas. Puesto que los problemas estructurales y de balanza de pagos de Indonesia estaban muy arraigados, el 25 de agosto de 1998 el Directorio Ejecutivo aprobó la solicitud de las autoridades de cancelar el acuerdo de derecho de giro, y aprobó también un acuerdo en el marco del servicio ampliado. Posteriormente, el 25 de marzo de 1999, el Directorio finalizó el cuarto examen en el marco del servicio ampliado y aumentó el programa en DEG 714 millones (unos \$1.000 millones). A finales de abril de 1999, la aplicación de las medidas era en general satisfactoria e Indonesia había alcanzado las principales metas macroeconómicas del programa correspondiente a 1998-99, aunque no se había progresado tanto como se esperaba con la reestructuración financiera y de las empresas. La actitud del mercado seguía siendo frágil, en parte debido a los problemas estructurales que persistían, a la incertidumbre política y a los disturbios civiles.

**Tailandia**

El baht, que se depreció en medida considerable en 1997, comenzó a recuperarse en febrero de 1998. Al principio, la política monetaria siguió centrada en el tipo de cambio, y las tasas de interés mantenidas en valores altos hasta que se manifestara una estabilización sostenida. Después, desde mediados de 1998, las tasas disminuyeron mucho hasta alcanzar niveles incluso inferiores a los que tenían antes de la crisis. También se flexibilizó la política fiscal para dar apoyo a la actividad económica. Se anunciaron otras medidas para reforzar la protección social y se pulió y amplió considerablemente la estrategia aplicada para la reestructuración financiera y de las empresas. En abril de 1999, el FMI completó un sexto examen en virtud del acuerdo de derecho de giro y, en consecuencia, Tailandia pudo recibir préstamos por un monto adicional de \$500 millones de fuentes bilaterales y multilaterales, monto al que el FMI aportó DEG 100 millones (alrededor de \$135 millones). Tailandia recibió esta asistencia adicional en mérito a la acertada aplicación de las medidas del programa económico respaldado por el acuerdo de derecho de giro, que consolidó más la estabilidad financiera. El tipo de cambio, más fuerte, se mantuvo estable y esto permitió disminuir aún más las tasas de interés, mientras la posición de la balanza de pagos seguía mejorando. Por lo tanto, la inflación se mantuvo baja y se detuvo la caída del producto, pero no se produjo una recuperación general porque persistían ciertas debilidades en la demanda interna y el clima externo era difícil. Fue así que las autoridades anunciaron en marzo de 1999 un plan para revitalizar la demanda interna mediante otras medidas fiscales. Se esperaba que estas medidas, junto con el progreso logrado en materia de reforma estructural, permitieran la reanudación del crecimiento en el segundo semestre de 1999.

a la crisis financiera de Asia de 1997-98, sobre todo en Corea, Indonesia y Tailandia. Según la evaluación realizada por los funcionarios, esta crisis fue distinta de otras anteriores, también financieras, porque sus causas principales fueron la vulnerabilidad de los sistemas de

ese sector y otras deficiencias estructurales en el marco de un avance sin precedentes hacia la globalización de los mercados. Los desequilibrios fiscales convencionales sólo tenían una magnitud relativamente reducida, y únicamente en Tailandia se advertía un significativo

desajuste del tipo de cambio real. Pese a las diferencias que se observan en aspectos específicos de la crisis en Corea, Indonesia y Tailandia, los tres países tenían las mismas deficiencias en los sistemas financieros; deficiencias atribuibles a la escasa reglamentación y supervisión y también (en distinta medida) a un historial de intensa intervención del Estado en la asignación del crédito, incluso mediante el otorgamiento de garantías oficiales, que terminó por producir una asignación deficiente de los créditos e inflación en los precios de los activos. Otras debilidades comunes y agudas fueron la gran deuda privada a corto plazo no cubierta denominada en divisas, la limitada flexibilidad cambiaria y un sector empresarial muy endeudado en relación con su capital; en Corea y Tailandia, el sistema bancario era el intermediario principal de estas deudas, en tanto que en Indonesia eran las empresas las que habían asumido un riesgo mayor y directo frente a dichas deudas.

La crisis financiera de Asia sumió a los países afectados en una profunda recesión. En 1998, el PIB real bajó, según se estima, un 6% en Corea, un 8% en Tailandia y un 15% en Indonesia (véase el cuadro 3). La desaceleración de la actividad económica fue mayor de lo que se había supuesto al formular los programas en 1997 y, en consecuencia, se revisaron poco después los programas que respaldaba el FMI en los tres países.

La recesión de 1998 es atribuible en gran medida a la retirada generalizada del capital extranjero y a la fuga del capital nacional; el brusco cambio de dirección de los flujos de capital obligó a realizar grandes ajustes de la balanza en cuenta corriente que, en parte, se lograron por medio de enormes depreciaciones de la moneda; esto a su vez empeoró el perfil de la deuda de las empresas. También hubo, en razón de la recesión económica, un gran ajuste de los saldos de la balanza de pagos en cuenta corriente de esos países. Las correcciones fueron muy grandes en el caso de Corea (con un ajuste de la balanza en cuenta corriente de 15 puntos porcentuales del PIB) y Tailandia (14 puntos porcentuales), pero también alcanzaron valores significativos en Indonesia (5 puntos porcentuales). En los tres países hubo una relación entre la declinación del producto y el derrumbe de la demanda interna, al tiempo que aumentaba la demanda externa neta.

En el caso de estos países de Asia, la política monetaria procuraba encontrar una salida para evitar, por una parte, que se produjera una espiral de depreciación e inflación y, por la otra, una excesiva restricción de la liquidez en la economía interna. Estos países no trataron de alcanzar una meta fija para el tipo de cambio, sino sólo hacer frente a la considerable depreciación que se produjo. Desde el inicio de la crisis, las monedas de estos países se depreciaron muchísimo (en términos nominales, dólares de EE.UU. por moneda nacional). En Tailandia, se produjo primero una depreciación del 24% durante el mes de julio de 1997 y luego hubo una

Cuadro 3

**Indicadores económicos fundamentales:  
Corea, Indonesia y Tailandia; 1990-98<sup>1</sup>**

	Promedio 1990-95	1996	1997	1998 Est.
<b>PIB real (variación porcentual)</b>				
Corea	7,8	6,8	5,0	-5,8
Indonesia	8,0	8,0	4,6	-15,3
Tailandia	9,0	5,5	-0,4	-8,0
<b>Demanda interna real total (variación porcentual)</b>				
Corea	8,4	7,8	-0,8	-18,7
Indonesia	9,3	8,6	6,8	-20,4
Tailandia	10,1	6,2	-7,6	-21,9
<b>Inflación (IPC) (variación porcentual)</b>				
Corea	6,6	4,9	4,4	7,5
Indonesia	8,7	7,9	6,6	61,1
Tailandia	5,0	5,9	5,6	8,0
<b>Saldo fiscal (porcentaje del PIB)<sup>2</sup></b>				
Corea	-0,3	0,3	0,3	-3,8
Indonesia	0,0	1,2	0,1	...
Tailandia <sup>3</sup>	...	2,8	-2,7	-5,3
<b>Cuenta corriente (porcentaje del PIB)</b>				
Corea	-1,2	-4,7	-1,8	13,3
Indonesia	-2,5	-3,3	-1,8	3,0
Tailandia	-6,6	-7,9	-2,0	11,4
<b>Deuda externa total (miles de millones de dólares de EE.UU.)</b>				
Corea	...	164,3	158,1	151,5
Indonesia	86,7	130,2	137,9	...
Tailandia	51,7	90,5	93,4	85,4
<b>Deuda externa total a corto plazo (miles de millones de dólares de EE.UU.)</b>				
Corea	...	93,0	63,2	32,5
Indonesia	8,1	28,0	...	...
Tailandia	22,9	37,6	34,8	25,0
<b>Reservas (miles de millones de dólares de EE.UU., fin de período)</b>				
Corea: Reservas utilizables	...	29,4	9,1	48,5
Indonesia: Reservas brutas	...	...	21,5	23,8
Tailandia: Reservas brutas	...	38,7	27,0	29,5

<sup>1</sup>Todos los datos se basan en el año natural, salvo indicación contraria.

<sup>2</sup>Saldo de las cuentas del gobierno general incluidos los costos por concepto de intereses de la reestructuración del sector financiero. Las comparaciones entre países no son estrictamente exactas debido a diferencias en la definición.

<sup>3</sup>Datos basados en el ejercicio fiscal.

serie de depreciaciones mensuales menores (pero aun así considerables) en el curso de varios meses, que culminó en una depreciación del 26% desde el principio de diciembre de 1997 hasta mediados de enero de 1998,

cuando el tipo de cambio llegó a su valor más bajo. En Corea se lograron evitar las depreciaciones sustanciales hasta finales de octubre de 1997 y, entonces, el tipo de cambio cayó bruscamente a su valor más bajo, a finales de diciembre de 1997. Por el contrario, el tipo de cambio de Indonesia fue depreciándose en forma bastante constante a partir de julio de 1997, y la depreciación acumulada llegó a más del 80% a finales de enero de 1998. Hubo una cierta recuperación en los meses siguientes, contrarrestada por una depreciación todavía mayor en los meses de mayo y junio de 1998, que logró superarse casi en su totalidad para mediados de octubre.

Con el fin de contener y dar un giro contrario a la excesiva depreciación de las monedas, se elevaron mucho las tasas de interés, hasta alcanzar valores máximos de aproximadamente 32% y 25% en Corea y Tailandia, respectivamente. Pero cuando las monedas comenzaron a fortalecerse, las tasas bajaron. En el verano de 1998, los valores de las tasas de interés habían descendido a niveles ligeramente inferiores a los que tenían antes de la crisis en estos países y se había logrado neutralizar casi la mitad de la pronunciada depreciación que sufrieron inicialmente las monedas. Pero no así en Indonesia, donde los asuntos monetarios ya habían dejado de seguir el rumbo correcto en diciembre de 1997, como consecuencia del desasosiego político y la extrema debilidad del sistema financiero, a lo que se sumaron las perturbaciones macroeconómicas y una espiral inflacionaria que ascendió a más del 100% en los primeros meses de 1998, el aumento de las primas por riesgo, la fuga continuada de capital y el derrumbe de la actividad económica. Sin embargo, en los últimos meses de 1998 se observaba ya una pronunciada mejoría de la situación y la rupia había recuperado más de la mitad de todo lo que se había depreciado en el peor momento de la crisis.

Fue entonces, al cambiar la evaluación de la situación económica, cuando se modificó la función que se había previsto para la política fiscal en los países de Asia afectados por la crisis. Los programas que respaldó el FMI al principio en los tres países incluían algunas medidas de ajuste fiscal para neutralizar el deterioro inicial de las finanzas públicas, con miras a favorecer el ajuste de la balanza en cuenta corriente y evitar de este modo una excesiva restricción para el sector privado, posibilitando al mismo tiempo un financiamiento no inflacionario del costo que conlleva la reestructuración del sector financiero. Pero a partir de principios de 1998, cuando un número cada vez mayor de síntomas puso de manifiesto la gravedad de la coyuntura económica, se permitió un considerable aumento del déficit fiscal de los tres países. La política fiscal se fue ampliando progresivamente en apoyo de la actividad económica y fue abarcando otros aspectos además de los estabilizadores y el efecto automático de la depreciación del tipo de cambio.

### *La evaluación del Directorio*

En diciembre de 1998, el Directorio analizó la evaluación preliminar efectuada por el personal de los programas respaldados por el FMI en los países asiáticos en crisis. Los directores reconocieron que la crisis que enfrentaba el FMI en Corea, Indonesia y Tailandia era muy distinta de otros casos en los que se proporciona apoyo financiero, ya que había sido provocada principalmente por vulnerabilidades muy arraigadas en el sector financiero y en las empresas no bancarias. Las tasas de interés internas se mantuvieron bien por encima de los niveles internacionales en razón de las deficiencias que afligían a los mercados financieros locales, y esto fomentó un excesivo endeudamiento externo. Los inversionistas consideraban que el firme compromiso con respecto a regímenes cambiarios poco flexibles —que en algunos casos se mantuvieron pese a no estar respaldados ya por los parámetros fundamentales— era una garantía del valor de cambio, y esto los llevó a tomar un volumen excesivo de préstamos en divisas. Los acreedores también supusieron incorrectamente que el Estado garantizaría implícitamente las pérdidas por falta de pago de ciertos tipos de préstamos. Debido en parte a reglamentaciones bancarias y reglas prudenciales inadecuadas, la intermediación de los fondos tomados en préstamo resultó ineficiente, lo que llevó al exceso de inversiones, a precios insostenibles de los activos, a una concentración exagerada en los flujos internacionales de capital y a una grave fragilidad de los balances de las instituciones financieras y de las empresas.

Estos elementos hicieron que dichos países fueran muy sensibles a las impresiones creadas en los mercados. Algunos directores mencionaron, asimismo, que las operaciones de instituciones inversionistas muy endeudadas también habían influido en el agravamiento de la crisis. En opinión de los directores, la prevención de las crisis de este tipo exigiría un sistema de seguimiento mucho más eficaz, mejor reglamentación y supervisión de las instituciones financieras de los países, y mayor empeño en fortalecer el sistema financiero internacional y en determinar incentivos adecuados para evaluar el costo de los riesgos. El FMI estaba ya examinando varias de estas cuestiones en un plano más general, en el contexto de sus actividades de supervisión, supervisión que, a su vez, era evaluada por expertos externos (véase el capítulo 6).

### *Enfoque amplio*

Los directores convinieron en que la respuesta a la crisis financiera de Asia exigía adoptar un enfoque amplio que abarcara las políticas macroeconómicas y estructurales, además del financiamiento externo. Recalaron que en este enfoque global eran esenciales las reformas estructurales, sobre todo aquellas que tienen por finalidad tratar de resolver las debilidades del sector financiero y los desequilibrios en las finanzas de las empresas,



mejorar la gestión de gobierno y reforzar, o en algunos casos crear, redes de seguridad. Varios directores opinaron, sin embargo, que quizás hubiera sido posible realizar algunas de las reformas estructurales que no fueran las básicas en el sector financiero y las empresas con un ritmo diferente y en una secuencia distinta, o bien limitar la cantidad de reformas en el primer momento, relegando otras a una fase posterior a la estabilización.

La estrategia que se siguió en estos programas había hecho hincapié en la recuperación de la confianza por medio de una combinación de medidas de política de base amplia y financiamiento externo. Era fundamental contar con medidas convincentes, ya que el volumen de los fondos oficiales disponibles era mucho menor que las salidas de capital a corto plazo ocurridas en los países. Habida cuenta de que existía la posibilidad de que esas salidas continuaran si no se lograba restablecer la confianza de inmediato, esta estrategia entrañaba un riesgo considerable. Pero las opciones eran pocas. Los directores advirtieron que ni el FMI ni la comunidad oficial en general podían, o debían, proporcionar una garantía total de las obligaciones externas a corto plazo de ningún país, como tampoco debían arriesgarse a que se produjera una sustitución del financiamiento privado por fondos oficiales. Varios directores opinaron que, si las medidas hubieran sido más amplias y se hubiesen tomado antes, quizá la confianza se habría recuperado con mayor prontitud, limitando así las repercusiones de la crisis en la economía. Pero casi todos los directores destacaron que la escala del financiamiento oficial no tenía precedente alguno y que estos fondos no debían sustituir ni demorar los ajustes necesarios en la política económica.

#### *Aspectos principales de la crisis*

Una enseñanza fundamental que dejó la crisis financiera de Asia fue la importancia que tiene tratar de encontrar formas apropiadas para que el sector privado participe en la prevención y la solución de las crisis financieras (véase el capítulo 5). En realidad, algunos directores ejecutivos expresaron que quizás un volumen menor de financiamiento oficial habría servido de estímulo para lograr una mayor participación del sector privado. Varios directores opinaron que, en el caso de los países afectados, se deberían haber tomado medidas antes para conseguir la intervención del sector privado.

En cuanto a los controles de capital, algunos directores consideraron conveniente utilizarlos, al menos temporalmente y como último recurso en circunstancias particularmente difíciles, pero la mayoría opinó que el intento por restringir la salida de capital en medio de una crisis habría dificultado sin duda que el país recuperara el acceso a los mercados y habría exacerbado el contagio a otros países. Varios directores mencionaron que la crisis asiática puso de manifiesto que hace falta determinar una secuencia adecuada para lograr la libe-

ralización de los movimientos de capital y juzgaron oportuno seguir analizando los regímenes tanto regulatorios como prudenciales que resulten apropiados.

Los directores analizaron los factores que influyeron para que la confianza tardara en restablecerse. La incertidumbre política y, en algunos casos, ciertas vacilaciones iniciales de parte de las autoridades para aplicar medidas que armonizaran con los programas habían socavado la confianza, arrojando dudas sobre la identificación de las autoridades con los programas y su determinación a la hora de aplicarlos. En este sentido, una información financiera más completa y constante hubiera obviado la necesidad de divulgar datos inquietantes en medio de la crisis y, además, habría facilitado tanto la realización de un diagnóstico temprano como la adopción de medidas correctivas.

#### *Proyecciones de los programas*

Los directores manifestaron su inquietud por la grave recesión que sufren los países de Asia afectados por la crisis y mencionaron que las proyecciones macroeconómicas utilizadas como base para los programas iniciales habían subestimado mucho la verdadera contracción de la economía, en parte porque las proyecciones se basaban en el éxito de los programas. Pero la salida de capital había superado ampliamente lo previsto y había obligado a realizar un tremendo ajuste de la balanza en cuenta corriente mediante depreciaciones precipitadas y con una marcada caída de la demanda interna. Al mismo tiempo, y dada la debilidad de otras economías de la región —principalmente la de Japón—, el aumento de las exportaciones había sido demasiado poco como para dar apoyo suficiente a la actividad económica. En Indonesia y Tailandia, el deterioro de la relación de intercambio se tradujo en otra gran conmoción. Algunos directores observaron que la subestimación de la contracción de la economía había influido en forma adversa en la elección de las fórmulas que se aplicaron, sobre todo en el caso de la política fiscal. Para evaluar mejor las perspectivas de crecimiento en una situación de crisis, habrá que prestar más atención en el futuro a lo que haya acontecido en situaciones anteriores y también a las vinculaciones regionales. En este sentido, los directores consideraron que era conveniente poner el acento en los métodos regionales de supervisión.

La mayoría de los directores convino en que, en medio de la crisis y en las circunstancias específicas que se encontraban estos países, había sido adecuado formular los programas para ellos con arreglo a tipos de cambio flotantes. Las reservas disponibles no eran suficientes para defender un nuevo vínculo, y para respaldarlo habría hecho falta subordinar totalmente la política monetaria al tipo de cambio, lo que habría exigido tasas de interés mucho más elevadas que las que se registraron. Además, si no se hubiese logrado volver

a vincular el tipo en un nuevo nivel en una situación de crisis, se habría perdido más credibilidad.

### *Política monetaria*

En el caso de los países asiáticos afectados por la crisis, el objetivo principal de la política monetaria había sido evitar la entrada en una espiral de depreciación e inflación y, en este aspecto, luego de algunas vacilaciones iniciales, los programas fueron en general exitosos. La turbulencia del mercado exigía que se aplicara un enfoque flexible con respecto a la política monetaria, a saber, ir efectuando ajustes en lugar de tratar de alcanzar una meta fija para el tipo de cambio. En general, el Directorio Ejecutivo estuvo de acuerdo con la restricción para la política monetaria que se recomendaba en los programas a fin de poner fin a la excesiva depreciación de los tipos de cambio que se había producido, para luego invertir la tendencia. Varios directores destacaron que, al principio, estos esfuerzos no habían dado resultados demasiado buenos —debido en parte a la forma vacilante y frecuentemente dispar en que se había intensificado la política restrictiva en los países afectados por la crisis— y algunos directores argumentaron que la situación justificaba que se hubiese hecho en una forma más agresiva y rápida. Se logró por último una significativa austeridad monetaria, pero que era típica para una situación de crisis en que la prima de riesgo del país sube impulsada por las fuerzas del mercado. La mayoría de los directores opinó que la alternativa de mantener bajas las tasas de interés y permitir que las monedas se depreciaran era más peligrosa porque probablemente se hubiera producido una espiral descendente que habría sido peor que una depreciación temporal.

Si bien los directores expresaron su inquietud acerca de la pronunciada restricción del crédito que se observaba en los tres países asiáticos afectados —y algunos consideraron que la política monetaria había sido demasiado restrictiva— la mayoría opinó que era inevitable que los prestatarios enfrentaran una situación algo difícil cuando las empresas estaban sumamente endeudadas y había una gran concentración de créditos abiertos en divisas. La mayoría de los directores consideró que el problema primario era la distribución del crédito en la economía, más que su monto global, y que, en definitiva, lo más importante en una situación de crisis bancaria era avanzar enérgicamente con la reforma estructural de los sectores financiero y empresarial y apoyar a las instituciones financieras viables. Los directores mostraron su satisfacción por el descenso de las tasas de interés en Corea y Tailandia (en diciembre de 1998) a niveles más bajos que antes de la crisis y por el progreso en materia de estabilización de las condiciones del mercado en Indonesia.

### *Política fiscal*

En opinión de los directores ejecutivos, la función cumplida por la política fiscal había sido muy distinta a

la prevista originalmente en los tres programas respaldados por el FMI. Al principio, se consideró necesario efectuar un ajuste fiscal limitado para evitar que una parte excesiva de la carga que supone el ajuste externo cayera en el sector privado y para ayudar a cubrir los costos cuasi fiscales de la reestructuración del sector financiero. Pero después de tomar en cuenta la inesperada gravedad de las recesiones y las notables mejoras de la posición en la balanza en cuenta corriente, las metas fiscales originales de los programas parecían más estrictas de lo necesario.

Los directores mostraron su satisfacción por la forma en que se habían adaptado los programas respaldados por el FMI, sobre todo la moderación de la política fiscal de acuerdo a la evolución de la situación, aunque algunos creían que se debería haber actuado con mayor rapidez cuando se puso de manifiesto la gravedad que alcanzaba la desaceleración económica. Se observó que, en la práctica, había sido difícil para los países usar todas las posibilidades que les brindaban las políticas presupuestarias más expansionistas de la versión revisada de los programas, porque se necesita tiempo para preparar nuevos programas de gasto social y porque se plantea un conflicto entre el cambio rápido de la política fiscal y la gestión rigurosa del gasto público.

### *Reformas estructurales*

La índole de la crisis y el carácter complementario de las distintas reformas hizo esencial contar con una serie amplia de medidas estructurales. Estas reformas habían sido necesarias, y seguían necesitándose, para tratar de eliminar las causas originales de la crisis y sentar las bases para un crecimiento sostenible a mediano plazo. Muchos directores consideraron que la serie de reformas estructurales de cada uno de los países asiáticos afectados por la crisis era fundamental para restablecer y mantener la confianza, pero reconocieron que es difícil tratar de modificar las percepciones del mercado con medidas a menudo delicadas desde el punto de vista político, cuya aplicación requiere mucho tiempo y que tardan en surtir efecto. Varios directores manifestaron preocupación por el posible exceso de medidas de reforma de los programas. En su opinión, si la determinación de la secuencia y de las prioridades hubiese sido mejor, era probable que ciertas reformas se hubieran pospuesto hasta la segunda etapa de los programas. Sin embargo, todos los directores recalcaron que hacía falta abordar el núcleo duro de cuestiones que habían dado origen a la crisis, sobre todo en los sectores bancario y empresarial, durante la primera etapa de los programas. Dada la amplitud de la reforma que se quería alcanzar, el éxito dependía críticamente de la cooperación con otras instituciones financieras internacionales, en especial el Banco Mundial y el Banco Asiático de Desarrollo (BAsD). Los directores respaldaron las actividades orientadas a reforzar tal

cooperación. Además, en vista de las dificultades que entraña lograr el consenso político para las reformas, en especial cuando hay fuertes intereses creados, el Directorio destacó que es importante que el FMI procure asegurar el compromiso y la identificación de las autoridades con los programas.

#### *Gestión de gobierno y medidas de protección social*

También era importante reformar la gestión de gobierno, junto con la multitud de cuestiones que atañen al establecimiento de incentivos adecuados para el comportamiento del mercado privado, y había que asegurar que los inversionistas privados asumieran los costos que acarrea el incumplimiento. Las debilidades existentes en estos aspectos fueron la causa original de muchas de las vulnerabilidades que llevaron a la crisis. Es por ello que los directores ejecutivos consideraron que el mejoramiento de la gestión de gobierno era fundamental para fomentar las reformas en otras esferas, entre ellas, la reestructuración financiera y de las empresas, las normas de competencia, la liberalización del comercio y la privatización.

La adopción e intensificación de medidas de protección social para amortiguar el efecto adverso que tiene la crisis sobre los pobres formaban parte esencial de los programas, y los directores manifestaron su satisfacción acerca de la mejor focalización del gasto social y los mayores esfuerzos que despliega el Banco Mundial en este aspecto.

Durante las deliberaciones del mes de diciembre de 1998, se advirtieron ciertos indicios de que el mercado estaba estabilizándose y la recesión comenzaba a ceder, pero los directores advirtieron que persistían ciertos riesgos y destacaron que, para consolidar el progreso logrado y sentar la base para un crecimiento sostenible, era fundamental realizar una decidida y rápida reforma estructural.

#### *En síntesis . . .*

Al resumir las enseñanzas más importantes que fue posible extraer de lo acontecido con los programas que el FMI respaldó en Corea, Indonesia y Tailandia, los directores ejecutivos señalaron en especial los siguientes puntos:

#### *Medidas para prevenir las crisis*

- Analizar periódicamente, al tiempo que el FMI cumple su función de supervisión, si los regímenes cambiarios siguen siendo apropiados en vista de la evolución de ciertos parámetros fundamentales de la economía.
- Proporcionar constantemente al mercado una información financiera exacta, cabal y clara, tanto acerca del sector público como del privado, para minimizar así la posibilidad de que haya sorpresas desagradables.

- Reforzar los regímenes reglamentario y prudencial en todos los países.
- Adaptar las instituciones y las reglamentaciones de los países acreedores para asegurar que se asigna un costo apropiado al riesgo y se impide el comportamiento mimético.
- Fomentar las medidas que reducen el riesgo sistémico que suele vincularse a las turbulencias en los mercados financieros tratando, entre otras cosas, de hacer más estrictos los requisitos de divulgación que se aplican a todos los inversionistas, comprendidas las instituciones muy endeudadas.

#### *Cuestiones relacionadas con el diseño y la aplicación de los programas*

- Basar los programas en proyecciones macroeconómicas que tengan plenamente en cuenta las posibles derivaciones regionales de una crisis y el efecto que tiene de reducir el acceso de los países al financiamiento externo privado.
- Analizar más los problemas específicos que surgen en los países deudores cuando hay graves deficiencias en los bancos y el sector financiero y estalla una crisis financiera, entre ellos, el cierre de bancos, las garantías estatales generalizadas, el riesgo moral, así como el grado y el tipo de tolerancia en cuanto a las reglamentaciones que corresponden en esta situación.
- Alentar a las autoridades para que tomen medidas decisivas desde el principio a fin de demostrar que se identifican debidamente con los programas y asumen su dirección.
- Comunicar y explicar a los mercados y al público general, en estrecha coordinación con las autoridades, todo lo que abarca el programa, sin suscitar expectativas poco realistas.
- Ser flexible al adaptar los programas a las distintas circunstancias.
- Llegar con prontitud a un acuerdo con las autoridades y otras instituciones financieras internacionales acerca de la estrategia integral que se seguirá para la reforma estructural, sobre todo para la reestructuración financiera y de las empresas, prestando la debida atención al momento en que debe realizarse y la secuencia que se ha de seguir.

#### *Cuestiones relacionadas con el financiamiento de los programas*

- Promover una mayor participación del sector privado en la prevención y la solución de las crisis financieras.
- Examinar con mayor detenimiento el nivel apropiado del financiamiento oficial y aumentar su credibilidad, en especial aclarando con precisión las condiciones que han de cumplirse para los desembolsos.

Los directores mencionaron que se seguían analizando varios de los puntos anteriores, sobre todo en el marco de las deliberaciones acerca de la arquitectura

financiera internacional y las directrices sobre condicionalidad del FMI.

### Rusia y Brasil

A diferencia de la mayoría de los demás países en transición, que lograron eludir inicialmente las perturbaciones en los mercados emergentes, la economía de *Rusia* entró en crisis a mediados de 1998. El 17 de agosto de ese año, las autoridades tomaron la decisión de devaluar el rublo y reestructurar unilateralmente la deuda pública interna. La difícil situación económica de Rusia, empeorada por las crisis de los mercados emergentes y sus derivaciones, en especial en los precios del petróleo y otros productos básicos, era atribuible mayormente a las graves y persistentes deficiencias de sus intentos de reforma estructural y fortalecimiento institucional, las repetidas desviaciones en materia de reforma y ajuste fiscal, y una excesiva acumulación de deuda pública a corto plazo, comprendido el endeudamiento frente a los inversionistas extranjeros.

Las autoridades rusas lograron reducir la inflación en el período anterior a agosto de 1998, en parte porque vincularon el rublo al dólar de EE.UU. y, en el curso de los dos o tres años anteriores, mantuvieron un control estricto de la política monetaria. También se eliminaron las presiones inflacionarias mediante la acumulación de atrasos en los pagos presupuestarios y el endeudamiento externo e interno (no bancario) para financiar los déficit presupuestarios. Los problemas fiscales y estructurales subyacentes se tradujeron en enormes fugas de capital de residentes del país, aun cuando el desempeño económico de Rusia parecía relativamente prometedor, lo que significó que el incremento de las inversiones y el mayor potencial de exportación se mantuvieron a la zaga del aumento de la deuda externa.

El gobierno fue perdiendo el incentivo para tratar de solucionar los problemas fundamentales porque el costo de los empréstitos tanto en el mercado de los bonos nacionales de tesorería como en el mercado financiero internacional bajaba con rapidez, una circunstancia atribuible al enorme interés de los inversionistas extranjeros por los valores rusos en vista de las medidas que se aplicaban al tipo de cambio y a la tasa de interés. Cuando empezaron a tomarse seriamente medidas para corregir los desequilibrios fiscales, los inversionistas extranjeros cambiaron de opinión, ya que la crisis de Asia y el rápido aumento de las tasas de interés hacían que la deuda pública de Rusia creciera en forma precipitada. Puesto que los ingresos por concepto de exportación de gas natural y de petróleo disminuyeron cerca de un 20% en los primeros siete meses de 1998 (frente al mismo período en 1997), se afectó negativamente el saldo de la balanza en cuenta corriente que, en este período, pasó a ser deficitario.

El 20 de julio de 1998, el Directorio aprobó apoyo financiero por un total de DEG 8.500 millones

(\$11.200 millones) para un programa anticrisis, que tenía por finalidad prolongar la estructura de los vencimientos de la deuda del Estado e intensificar la reforma estructural. El financiamiento estaba integrado por un aumento de DEG 6.300 millones (\$8.300 millones) del acuerdo en el marco del SAF concertado con Rusia y, de este monto, se pondrían a disposición DEG 4.000 millones del servicio de complementación de reservas para apoyar el programa económico de 1998 del gobierno, y DEG 2.200 millones del SFCC a fin de compensar la deficiencia de los ingresos de exportación. El FMI financió el aumento recurriendo a los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos, la primera vez que lo utilizaba un país no participante.

Entre otras medidas del programa cabe mencionar un intercambio de deuda (bonos del Tesoro rusos por eurobonos denominados en dólares de EE.UU.), un importante ajuste fiscal, medidas para resolver el problema de falta de pago y fomentar el desarrollo del sector privado, y una estrategia integral para los problemas del sector bancario. Desde el momento en que comenzó a aplicarse, el éxito del programa dependió de la plena aprobación por la Duma de las medidas relativas a los ingresos y los gastos, y de la reducción de las tasas de interés por medio de la recuperación de la confianza de los inversionistas. No ocurrió así, y la reacción de las autoridades ante la situación —sobre todo la reestructuración unilateral de la deuda— agravó las consecuencias del fracaso del programa.

A mediados de agosto de 1998, perdida la confianza de los inversionistas, mermadas las reservas internacionales y con las tasas de interés en desenfrenado aumento, las autoridades no pudieron seguir defendiendo la vinculación del tipo de cambio del rublo, ni refinanciar la deuda pública que vencía. Las consecuencias de la crisis y la consiguiente devaluación de facto, la moratoria en el pago de las obligaciones externas del sector privado y la reestructuración unilateral de la deuda pública en moneda nacional fueron muy negativas. Durante los últimos cinco meses de 1998, los precios al consumidor subieron más del 75%, y el rublo se depreció aproximadamente un 70% frente al dólar de EE.UU. Como consecuencia de las intensas presiones financieras del período anterior a la crisis y del empeoramiento de la situación económica en general en el período siguiente, en todo el año 1998 el PIB real cayó alrededor de un 5% y la inversión real declinó en cerca del 10%, mientras que la inversión extranjera directa bajó de \$6.200 millones en 1997 a \$2.500 millones. También empeoraron las perspectivas presupuestarias: los ingresos recaudados por el gobierno federal descendieron a menos del 10% del PIB en 1998, mientras que el déficit del gobierno federal ascendió al 6% del PIB. Durante el primer trimestre de 1999, las autoridades rusas todavía tenían que encontrar solución para muchos problemas. No obstante, la política monetaria se hizo más restrictiva en



enero y febrero de 1999 cuando el banco central no concedió crédito al gobierno, lo que contribuyó a la estabilización del tipo de cambio y a la desaceleración de la inflación en este período.

Las autoridades rusas y los funcionarios del FMI mantuvieron un diálogo durante algunos meses, en contacto directo con las más altas autoridades de ambas partes, sobre los problemas económicos que aquejaban a Rusia. Al final del ejercicio, la economía mostraba señales de recuperación en relación con el bajo nivel al que había caído en septiembre de 1998 y la inflación mensual había disminuido, pero el saldo de la deuda seguía siendo insostenible y, en consecuencia, también lo era la situación fiscal. El Comité Provisional, en su reunión de abril de 1999, destacó que a pesar de los progresos recientes había que actuar enérgicamente para poder atacar las causas de fondo de la crisis rusa, en especial los persistentes desequilibrios fiscales, las rigideces estructurales y las debilidades del sector financiero. Poco después de la reunión del Comité Provisional a finales de abril, el FMI anunció que se había llegado a un entendimiento tentativo acerca de un nuevo programa que podía ser respaldado por un acuerdo de derecho de giro de DEG 3.300 millones (\$4.500 millones), que se presentaría para que el Directorio lo aprobara una vez tomada una serie de medidas iniciales, y suponiendo que se concertara también un acuerdo entre Rusia y el Banco Mundial acerca de un programa integral de reforma estructural.

La crisis financiera mundial también se hizo sentir en *Brasil*, país en el que los primeros efectos de contagio de la crisis de los mercados emergentes adquirieron la mayor intensidad en octubre de 1997. El gobierno respondió con rapidez y pudo contener la salida de capital haciendo más restrictiva la política monetaria y anunciando una serie de fuertes medidas fiscales, prometiendo un aumento de los impuestos y recortes del gasto equivalente al 2½% del PIB, pero el programa fiscal no se cumplió plenamente y volvió a cundir la inquietud en el mercado financiero acerca de la sostenibilidad de la situación de las finanzas públicas. En consecuencia, Brasil sufrió un rudo golpe de contagio de la crisis rusa en agosto de 1998, cuando los inversionistas internacionales volvieron a evaluar una vez más el riesgo de sus inversiones en los mercados emergentes. Las tasas de interés subieron abruptamente y se produjo el cese virtual de los flujos de capital a los mercados emergentes.

Para contener la pérdida de reservas en divisas, que ascendió a \$2.800 millones en agosto y a \$21.500 millones en septiembre de 1998, las autoridades brasileñas aumentaron las tasas de interés oficiales a casi el 43% y anunciaron varias medidas fiscales. Si bien estas medidas aminoraron las presiones sobre el real, no se tradujeron en un alivio suficiente, y las autoridades comenzaron a examinar con los funcionarios del FMI un

programa de ajuste que pudiera recibir apoyo financiero de la comunidad internacional.

El plan financiero internacional encabezado por el FMI que se anunció posteriormente, en noviembre de 1998, significó compromisos de asistencia para la balanza de pagos por un total de \$41.500 millones, y el FMI comprometió un acuerdo de derecho de giro por el equivalente de DEG 13.000 millones (\$18.100 millones). Puesto que la raíz del problema eran los desequilibrios del sector público, el respaldo prestado por el FMI estaba vinculado a la adopción de una serie de medidas que tenían por finalidad producir grandes superávits primarios —del orden del 2½% al 3% del PIB— para detener el aumento de la relación entre la deuda pública y el PIB en el año 2000. Unas dos terceras partes de la mejora de las finanzas públicas debían obtenerse con medidas relacionadas con el ingreso.

Al principio, las presiones financieras aminoraron, pero volvieron a intensificarse en diciembre de 1998 cuando el Congreso opuso una decidida resistencia a las autoridades en el tema de las reformas esenciales de la seguridad social y también porque se temía que la política monetaria no fuera lo bastante estricta como para poner coto a las constantes salidas de capital. A principios de enero de 1999, cuando el estado de Minas Gerais anunció que trataría de renegociar las condiciones de pago de su deuda con el gobierno federal, decayó aún más la confianza del mercado en el plan de estabilización fiscal de Brasil, y las tasas de interés volvieron a subir. Luego, varios estados brasileños más pidieron lo mismo que el de Minas Gerais y, entonces, la salida neta de capital aumentó hasta llegar a \$1.200 millones el 12 de enero. En consecuencia, las autoridades ensancharon primero la banda cambiaria del real el 13 de enero y, en vista de que la medida no logró detener la corriente de recursos financieros que abandonaba el país, dejaron flotar la moneda dos días después. Inicialmente, la moneda se depreció en más del 40% frente al dólar de EE.UU. y las presiones se mantuvieron hasta principios de marzo.

El reto más importante que enfrentó Brasil tras el derrumbe de su tipo de cambio fue tratar de solucionar los desequilibrios del sector público. El plan para el real había logrado reducir la inflación entre 1994 y 1998, pero no pudo contener el déficit fiscal que, estimado en un 8% del PIB en 1998, contribuyó también a aumentar el déficit de la balanza en cuenta corriente hasta el 4½% del PIB en 1998. La combinación de estos dos déficits, cada vez mayores, junto con la estructura de la deuda pública —que hacía que las finanzas públicas fueran muy sensibles a las variaciones del tipo de cambio y de las tasas de interés a corto plazo— dejaba a Brasil en un situación muy vulnerable ante los cambios de actitud de los inversionistas. En última instancia, este doble déficit ayudó a divulgar en los mercados

financieros la idea de que el ajuste gradual del tipo de cambio era insostenible.

El programa económico respaldado por el FMI fue revisado después de la devaluación del real a mediados de enero de 1999. Los dos pilares de este programa revisado fueron un mayor ajuste fiscal y una menor dependencia del tipo de cambio como ancla del sistema, prefiriéndose en cambio una meta para la inflación. Las autoridades ampliaron el plan general de reforma estructural del programa original en esferas como la seguridad social, la reforma de la administración pública, la política tributaria, los procedimientos presupuestarios y la transparencia fiscal y, además, pusieron en marcha un importante programa de privatización (véase también el capítulo 7). El gobierno se comprometió asimismo a moderar el efecto que tendría la disminución de la actividad económica sobre los pobres y los grupos vulnerables, protegiendo del recorte presupuestario a los programas sociales bien focalizados.

El 30 de marzo de 1999, el Directorio Ejecutivo aprobó la terminación del primer y segundo examen en el marco del acuerdo de derecho de giro en favor de

Brasil, apoyando así la versión revisada del programa económico del gobierno y, en consecuencia, Brasil pudo obtener otros DEG 3.600 millones (\$4.900 millones), elevando el total de los préstamos recibidos del FMI en el marco del programa a DEG 7.100 millones (\$9.600 millones). Se preveía asimismo que las autoridades utilizarían \$4.900 millones de un servicio del Banco de Pagos Internacionales (BPI) y un préstamo del Gobierno de Japón. Las perspectivas en cuanto al financiamiento externo habían mejorado más gracias a desembolsos recientes o previstos de programas especiales del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), así como de los fondos comprometidos por los principales bancos privados acreedores de Brasil a fin de mantener la participación crediticia que tenían en el país.

En el comunicado de abril de 1999 del Comité Provisional se manifestó el apoyo prestado a la versión revisada del programa económico de las autoridades brasileñas y se recalzó que era importante lograr su cabal aplicación y seguir contando con el constante apoyo de la comunidad financiera privada.



## Consolidación de la arquitectura del sistema financiero internacional

Las crisis financieras que sufrieron las economías de mercados emergentes de Asia, seguidas por la de Rusia y la de Brasil, actuaron como acicate para las propuestas orientadas a consolidar la arquitectura del sistema financiero internacional de modo tal que todos los países miembros puedan alcanzar los posibles beneficios de la globalización. Esas propuestas centraron la atención del Directorio Ejecutivo en 1998/99. Había ya un consenso favorable, tanto en el FMI como en la comunidad financiera internacional, al fortalecimiento del sistema financiero mundial con el fin de aminorar los riesgos derivados de las deficiencias de tipo institucional y de la volatilidad de los movimientos de capital, y también para facilitar el acceso a los mercados de capital de aquellos países que no han comenzado todavía a beneficiarse de la globalización.

El programa de trabajo del Directorio que culminó en la reunión de abril de 1999 del Comité Provisional había adoptado un enfoque ambicioso para la consideración de varios aspectos de la consolidación de la arquitectura financiera mundial. Al mismo tiempo, algunos de estos aspectos eran examinados detenidamente en otras instituciones y foros. Para fines de ese mes, se había llegado a un amplio acuerdo sobre varios elementos fundamentales de esta consolidación, y en varios países se habían realizado reformas de importancia. El FMI, por su parte, tomó medidas en varias esferas. Aumentó sustancialmente la transparencia de su política y actividades, aprobó una decisión sobre líneas de crédito contingente a fin de ayudar a proteger a las economías bien administradas de los efectos de contagio de los mercados financieros, y contribuyó a que se establecieran normas sobre buenas prácticas en ciertas esferas normativas fundamentales. No obstante, como observó el Comité Provisional en su comunicado de abril de 1999, había que seguir trabajando sobre ciertas cuestiones y faltaba poner en práctica varias de las propuestas.

Las propuestas que han merecido un amplio apoyo de la comunidad internacional, pero cuya aplicación exitosa requiere la intervención de diversas partes, son, entre otras:

- Promoción de la transparencia y la responsabilidad; además, elaborar y divulgar normas y códigos aceptados internacionalmente de buenas prácticas, y afianzar las NEDD, sobre todo en lo que se refiere a las reservas internacionales y a la deuda externa.
- Fortalecimiento de los sistemas financieros, comprendida la mejor supervisión de estos mercados.
- Mayor atención a la liberalización ordenada de los mercados de capital.
- Intervención más plena del sector privado en la prevención y la solución de las crisis.
- Adecuación de los regímenes cambiarios.
- Suficiencia de los recursos del FMI.

Con respecto a las normas internacionales, los directores ejecutivos han observado que, si bien el sector privado tiene un papel importante que cumplir para fomentar su adopción, el sector oficial puede contribuir a intensificar los incentivos para que esto se logre y a encaminar debidamente los esfuerzos en pro de una mayor transparencia. La mayoría de los directores ha considerado que a tal fin podría ser conveniente comprobar de alguna forma la observancia de estas normas, y algunos señalaron que los participantes en el mercado también pueden colaborar verificando si se cumplen.

El Directorio comparte la opinión de que todas las facetas de una arquitectura fortalecida son interdependientes, facetas que incluyen la divulgación y la supervisión de normas y principios aceptados internacionalmente; la elección del régimen cambiario y el afianzamiento de los marcos de supervisión; mejor calidad de los datos; una mayor transparencia en la política que aplican los países y la forma en que la evalúa el Fondo Monetario Internacional, y sistemas financieros reforzados. Todos estos son elementos integrales para obtener también la liberalización ordenada de la cuenta de capital, reducir la volatilidad de los flujos del sector privado y fortalecer los sistemas financieros. Además, el sector privado, los gobiernos nacionales y las instituciones y los foros internacionales deben trabajar en estrecha cooperación en esta tarea. Las autoridades nacionales tienen que asegurar que se establecen y se cumplen las normas, que se fortalecen los organismos

de supervisión y de reglamentación, y que se minimizan las vulnerabilidades merced a una mejor gestión de las políticas macroeconómica y financiera. Al mismo tiempo, las corporaciones y las instituciones financieras privadas tienen que adherirse a las nuevas normas que se están estableciendo, y el FMI y otros foros e instituciones internacionales han de asegurar que su labor sea eficaz y que cada una de ellas refuerza a las demás.

El complemento de una arquitectura consolidada del sistema financiero internacional es una política social fortalecida. Los países tienen que estar mejor preparados para absorber los efectos de los cambios inevitables que se producen en una economía de mercado dinámica y para mitigar algunas de las penurias y maximizar los beneficios de un sistema financiero integrado en el plano mundial. El FMI ha trabajado en estrecha colaboración con otras instituciones para establecer redes de protección social en el marco de los programas aplicados recientemente en Asia. Pero la comunidad internacional tiene que hacer mucho más, incluso preparar códigos de buenas prácticas en la esfera de la política social, un aspecto en el que el Banco Mundial está en la vanguardia<sup>6</sup>, y tomar medidas de protección social antes de que se desencadene una crisis.

En este capítulo se describen el consenso y los progresos logrados con respecto a los elementos principales de una arquitectura reforzada hasta finales de abril de 1997.

### Transparencia, normas y supervisión

Lograr que todo el proceso normativo sea más transparente es un pilar fundamental de la arquitectura financiera mundial reforzada, pues contribuye a una mejor adopción de decisiones y a un desempeño económico de mejor nivel, tanto en el caso de los países miembros como en el de las instituciones internacionales. Es aquí donde le corresponde al FMI una doble función: alentar a los países miembros para que actúen con más transparencia y demostrar mayor apertura en cuanto a la política que sigue y el asesoramiento que presta a los países miembros, respetando al mismo tiempo la legítima necesidad de mantener la confidencialidad y la franqueza en las deliberaciones que sostiene con estos países acerca de la política económica. Transparencia significa también una mayor apertura del sector privado, ya que muchas de las normas (por ejemplo, las de contabilidad, auditoría, quiebras, gestión de empresas y reglamentación de los mercados de valores) son aplicadas, en última instancia, en el ámbito

de cada una de las empresas. Se ha logrado avanzar en varios frentes, aunque quedan algunos interrogantes, por ejemplo, sobre los centros extraterritoriales y sobre la medida en que deben reglamentarse las instituciones excesivamente endeudadas o divulgarse información sobre ellas.

### Mayor transparencia y responsabilización en el FMI y los países miembros

En los dos últimos años, el Directorio ha aprobado una serie de medidas a fin de aumentar sustancialmente la transparencia de las actividades que realiza la institución y de la política de los países miembros. Entre otras, cabe mencionar:

- Elaboración de normas para la divulgación de las notas de información al público después de que se examinan en el Directorio las consultas con los países miembros en virtud del Artículo IV<sup>8</sup>. Se procura activamente que los países miembros accedan a la divulgación, y durante 1998/99 se dio a conocer más del 70% de las consultas en virtud del Artículo IV.
  - Circulación de los documentos relacionados con la Iniciativa para los PPME, solicitándose los comentarios del público sobre esta iniciativa y sobre las conclusiones de las evaluaciones interna y externa del SRAE. También se ha dado a conocer públicamente la evaluación preliminar realizada por el FMI de los programas que respalda en Asia.
  - Realización de evaluaciones externas de las actividades de supervisión e investigaciones económicas del FMI, que se prevé completar en el verano de 1999 para publicarlas más adelante.
  - Publicación sistemática de información en Internet sobre la posición de liquidez del FMI y las cuentas de los países miembros en la institución.
- En marzo y abril de 1999, el Directorio aprobó otras iniciativas para aumentar la transparencia, entre ellas:
- Establecer como presunción que los países miembros darán a conocer las cartas de intención, los memorandos de política económica y financiera y los documentos sobre parámetros de la política económica que sirven de base para los programas que respalda el FMI<sup>9</sup>.

<sup>8</sup>Las notas de información al público se publican 1) a solicitud de un país miembro, una vez que termina la consulta bilateral en virtud del Artículo IV, si el país desea dar a conocer al público la opinión del FMI, y 2) después de un examen de la política del FMI en el Directorio, por decisión de éste.

<sup>9</sup>Los países miembros preparan las cartas de intención y los memorandos de política económica y financiera, en los que se describen las medidas que intenta aplicar un país en el contexto de su solicitud de apoyo financiero del FMI. Los documentos sobre parámetros de la política económica son preparados por el país miembro en colaboración con los funcionarios del FMI y el Banco Mundial. Se actualizan anualmente y describen los objetivos económicos y las políticas macroeconómica y estructural de las autoridades correspondientes a los programas trienales de ajuste que se financian con recursos del SRAE, así como otras necesidades en materia de financiamiento externo y fuentes principales de fondos.

<sup>6</sup>Banco Mundial, *Esbozo de los principios de las prácticas recomendadas en materia de política social*, 14 de abril de 1999, DC/99-4 (Washington, 1999).

<sup>7</sup>Consúltese "A Guide to Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System", en [www.imf.org](http://www.imf.org), para información sobre los últimos avances en materia de consolidación de la arquitectura financiera internacional y sus elementos principales.



- Divulgar las observaciones finales del Presidente del Directorio, destacando los puntos principales planteados por los directores ejecutivos después de que se toma una decisión con respecto al uso de recursos del FMI por parte de un país.
- Preparar, a título experimental, un proyecto que finalizará el 4 de octubre de 2000 y en cuyo marco los países miembros divulgarán pública y voluntariamente los informes que preparan los funcionarios a tenor de las consultas del Artículo IV (incluidos los informes combinados del Artículo IV y del uso de recursos del Fondo).
- Determinar un método sistemático para la divulgación de las notas de información al público después de que se examinan en el Directorio los documentos sobre cuestiones de política económica.
- Ampliar el acceso público a los archivos del FMI, es decir, reducir el período de espera a 5 años, en lugar de 30 años, en el caso de los documentos del Directorio, y a 20 años, en el de otros documentos archivados. En cuanto a los próximos pasos, el Directorio prevé:
- Examinar la experiencia obtenida con el programa piloto sobre divulgación de los informes relacionados con las consultas del Artículo IV en un período de 18 meses, y la política de acceso a los archivos en un lapso de dos años; volver a considerar la divulgación de las notas de información al público cuando se usan los recursos del FMI y la de los informes que se preparan en estos casos después de transcurridos seis meses.
- Seguir analizando lo que ocurre con los programas respaldados por el FMI y la función de supervisión de la institución.
- Aprovechar las actividades de evaluación externa emprendidas para el SRAE, la supervisión que le compete al FMI y las actividades de investigación económica, para considerar propuestas sobre actividades futuras y modalidades de evaluación externa a finales de 1999.

### *Preparación de normas que utilizarán los países miembros*

El FMI está tratando de fomentar la preparación, divulgación y adopción de códigos de prácticas o de normas que tengan aceptación en el plano internacional para las actividades económicas, financieras y empresariales, ya que son un medio importante de fortalecer el sistema financiero internacional. Durante 1998/99, el FMI logró avanzar mucho en la elaboración y el perfeccionamiento de normas voluntarias en las esferas que revisten un interés directo para el FMI (divulgación de datos, transparencia de las políticas fiscal, monetaria y financiera y, en colaboración con otros, supervisión bancaria).

- *Normas especiales para la divulgación de datos.* Se reforzaron las normas sobre los procedimientos adecuados para la divulgación de datos económicos y financieros en el caso de países miembros que ya tienen, o procuran conseguir, acceso a los mercados internacionales de

capital, principalmente en lo relacionado con las reservas internacionales, la deuda externa y el procedimiento que se utiliza para comprobar si se observan las normas (véase el recuadro 2). A finales de abril de 1999, 47 países se habían acogido ya a estas normas.

- Se seguirá trabajando en la elaboración de las *Normas generales para la divulgación de datos*, que serán de utilidad para los países miembros que no pueden acogerse a las NEDD.
- Se ha aprobado un manual sobre transparencia fiscal para ayudar a los países miembros a aplicar el *Código de buenas prácticas sobre transparencia fiscal: Declaración de principios*. El Código, el manual, un cuestionario y un formulario de autoevaluación pueden obtenerse en Internet. También se ha creado una casilla especial de correo electrónico para facilitar ayuda a las autoridades cuando evalúan la transparencia de sus sistemas de gestión fiscal o preparan planes para aumentarla.
- La redacción preliminar del *Código de buenas prácticas de transparencia en las políticas monetaria y financiera* está muy adelantada. Este Código ha sido preparado por el FMI, en colaboración con el BPI, un grupo de representantes de bancos centrales, otros organismos de reglamentación y supervisión financiera, el Banco Mundial, la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y miembros de los círculos académicos. El Directorio examinó la versión preliminar en abril de 1999, y esa versión se ha incorporado en el sitio del FMI en Internet en calidad de documento de consulta.
- En cuanto a la supervisión bancaria, un grupo de trabajo, en el que participan el FMI y el Banco Mundial, ha preparado una primera versión sobre la metodología que se utilizará para evaluar la aplicación de los *Principios básicos de Basilea*; el documento será estudiado próximamente en el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria.

Los pasos siguientes, en lo que a desarrollo y elaboración de normas se refiere, son, entre otros:

- En el caso de las NEDD, y previa consulta a países, usuarios y otros organismos internacionales, se prepararán propuestas más concretas para el cumplimiento de las nuevas disposiciones sobre la deuda externa en el período de transición; se examinará también la inclusión en las NEDD de indicadores de prudencia macroeconómica; se aplicarán los procedimientos de comprobación convenidos, y se evaluarán nuevamente las especificaciones en cuanto a periodicidad y actualidad de la divulgación de los datos sobre reservas en el marco del próximo examen de estas normas, previsto para finales de 1999.
- Se procura lograr que todos los países realicen evaluaciones de la transparencia fiscal. Cuando la falta de esta transparencia afecta a la formulación y la aplicación de las medidas, se alienta a las autoridades

## Recuadro 2

**Fortalecimiento de las NEDD y mejor información sobre la deuda**

El 26 de marzo de 1999, el FMI anunció que el Directorio Ejecutivo había reforzado las NEDD establecidas en 1996. Entre las decisiones más importantes cabe mencionar:

- Aplicar reglas más estrictas para la categoría de datos relativos a las reservas internacionales, incluida la divulgación de información detallada sobre los activos de reserva y también sobre pasivos relacionados con las reservas u otros posibles usos de las reservas. El Directorio dictaminó que todos los datos incluidos en la nueva planilla de declaración de reservas se divulgarían mensualmente, con un desfase no superior a un mes y, en el caso del total de los activos de reserva, la divulgación también sería mensual, pero con un desfase de una semana como máximo. Se procurará lograr la divulgación semanal de todos los datos, con una semana de desfase.
- Introducir una categoría separada para la deuda externa que pueda abarcar un desglose trimestral por sector y por vencimiento. El período de transición se decidirá después de nuevas consultas con los países, los usuarios y las organizaciones internacionales.
- Fijar un período de transición de tres años para divulgar los datos sobre la posición de inversión internacional.

- Comprobar que los países que se han acogido a las NEDD cumplen los compromisos más importantes, a saber, la dimensión que han de tener los datos (cobertura, periodicidad y actualidad de la divulgación) y la presentación anticipada de un calendario de las fechas de publicación, con un cronograma claro para la difusión de los datos de mayor importancia.
- Exigir que haya, a finales de 1999, hiperenlaces entre la cartelera electrónica de divulgación de datos (CEDD) del FMI y las páginas de Internet que contienen datos nacionales resumidos, para facilitar así el seguimiento y ayudar a satisfacer las necesidades de los usuarios.
- Establecer que los participantes certifiquen trimestralmente la exactitud de los metadatos que figuran en la CEDD.

El *Grupo de Tareas interinstitucional sobre estadísticas financieras*, presidido por el FMI, ha concertado una presentación conjunta de estadísticas sobre la deuda externa en la que intervienen el BPI, la OCDE, el Banco Mundial y el FMI, con el fin de atender la necesidad de contar con datos más amplios, puntuales y accesibles, sobre todo en el caso de los vencimientos a plazo más corto. Esta presentación puede consultarse en las direcciones de estas organizaciones en Internet.

nacionales a que identifiquen las deficiencias y mejoren las prácticas que aplican; se prestará asistencia técnica cuando sea necesario.

- Se seguirá trabajando en la elaboración del *Código de buenas prácticas de transparencia en las políticas monetaria y financiera* y se prevé que se presentará una versión revisada para aprobación del Comité Provisional durante las Reuniones Anuales de 1999. Se preparará un documento en el que se darán ejemplos de buenas prácticas para ayudar a los países miembros que tratan de mejorar la transparencia de sus políticas monetaria y financiera.

### **Función de las normas en la supervisión que ejerce el FMI**

Después de examinar en julio de 1998 las normas y la supervisión que ejerce el FMI, el Directorio analizó con mayor detenimiento la función que le cabe al FMI en lo que a las normas se refiere. A finales de abril

de 1999, había un principio de consenso en el Directorio acerca de los siguientes aspectos de importancia:

- Las normas relativas al funcionamiento de los sistemas financieros nacionales e internacionales abarcan diversos aspectos, entre ellos, la divulgación de los datos, la transparencia de la política fiscal, monetaria y financiera, la reglamentación y la supervisión bancarias, la reglamentación de valores y de seguros, la contabilidad y la auditoría, las quiebras, y la gestión de las empresas.
- El sector oficial puede influir de modo que haya un mayor incentivo para adoptar las normas —comprendido algún método para comprobar el grado de observancia en los países— y ayudando a orientar los esfuerzos hacia el logro de una mayor transparencia.
- En cuanto a la comprobación de la observancia de las normas, quizá sea necesario prestar atención no sólo a la divulgación de elementos de determinadas normas sino también considerar, tanto como sea posible, en qué medida hay correspondencia entre la esencia de la política de los países miembros y las normas.
- Habrá que escoger con suma cautela la estrategia que se siga para este tipo de comprobación, con objeto de asegurar que no perjudica la función de asesor confidencial que ha cumplido tradicionalmente el FMI.

En la preparación de los “informes sobre la transparencia”, que indican sucintamente la medida en que una economía cumple con las normas de divulgación aceptadas internacionalmente, de acuerdo con lo recomendado por el Grupo de los Veintidós y el Grupo de los Siete, intervienen complejos problemas y modalidades. Con el fin de aclarar ciertas consideraciones prácticas que habrá que tener en cuenta cuando se comprueba la observancia de las normas, el personal del FMI preparó y publicó una primera tanda de estudios experimentales de casos de prácticas de transparencia en países miembros<sup>10</sup>. Dada la complejidad de estos asun-

<sup>10</sup>Los dos estudios piloto que siguen los lineamientos de los informes sobre la transparencia (en los casos de Argentina y Reino Unido) y un tercer estudio (en el caso de Australia), se pueden consultar en [www.imf.org](http://www.imf.org). Se agradecerá todo comentario sobre los mismos.

tos, el Directorio convino en realizar una segunda serie de estudios experimentales, que abarcaría un mayor número de países, comprendidos aquellos en los que no se ha avanzado tanto en la aplicación de las normas, para ayudar a determinar la función del FMI en este aspecto y tener propuestas concretas para las Reuniones Anuales de 1999.

Conviene seguir considerando:

- La función que le compete al FMI en la tarea de comprobar la observancia de las normas internacionales en ciertas esferas de interés directo (o básico) para las operaciones. El FMI cuenta con conocimientos especializados que le permitirían evaluar si los países miembros observan estas normas en cuatro aspectos básicos: divulgación de los datos; transparencia de la política fiscal; transparencia de las políticas monetaria y financiera y, en colaboración con otros organismos, supervisión bancaria.
- La intervención del FMI en el caso de otras normas que no se relacionan con sus intereses directos (no básicos) para las operaciones ni con sus conocimientos especializados. Estas otras normas —contabilidad, auditoría, quiebra, gestión de empresas, reglamentaciones de seguros y valores— también son importantes para que los sistemas financieros puedan operar con eficacia. No es muy probable que los organismos que se ocupan de fijar las normas en algunos de estos casos puedan evaluar de modo independiente la observancia de las normas que ellos mismos formularon. Por consiguiente, en el caso de estas esferas secundarias, otros grupos u organizaciones financieras internacionales tendrían que encargarse de realizar una evaluación sistemática o general de las normas<sup>11</sup>.
- La utilización de los conocimientos especializados de otras organizaciones en determinadas esferas y la incorporación de esta tarea en la función de supervisión del FMI para procurar identificar con mayor precisión los puntos vulnerables.

### Fortalecimiento de los sistemas financieros

El fortalecimiento de los sistemas financieros es un elemento esencial de la nueva arquitectura, y es por eso que el FMI, el Banco Mundial, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, otros grupos internacionales importantes y las entidades de supervisión financiera de varias regiones han intensificado los esfuerzos para elaborar y divulgar los principios internacionales y las

buenas prácticas que corresponden a un sistema financiero sólido. En el curso del ejercicio, las medidas más importantes que se tomaron fueron:

- Muchos *organismos nacionales de supervisión y reglamentación financiera* examinaron los procedimientos a fin de mejorar la supervisión de los sectores financieros, habida cuenta de los acontecimientos recientes e incluso con respecto a instituciones muy endeudadas.
- El *Comité de Basilea* examinó las omisiones detectadas en lo realizado hasta ahora, entre ellas, cuestiones relacionadas con los datos, el tratamiento de los bancos débiles, las medidas de protección social, la concesión de licencias, la gestión de gobierno y cuestiones legales y jurídicas; la creación de un grupo de trabajo, integrado en parte por el FMI y el Banco Mundial, para estudiar el Acuerdo de Basilea sobre capital de 1998, que define el monto que tienen que reservar los bancos internacionales según las distintas categorías de préstamos, y además el Comité publicará informes sobre las normas que han de seguir los bancos cuando mantienen relaciones con instituciones muy endeudadas.
- La creación del *Foro sobre Estabilidad Financiera* con el fin de reforzar la cooperación entre los organismos internacionales, las asociaciones encargadas de la reglamentación y grupos de especialistas con responsabilidades de reglamentación y supervisión financiera, y de examinar en forma constante los aspectos vulnerables. Este Foro estableció tres grupos de trabajo que se ocuparán de las instituciones muy endeudadas, los centros financieros extraterritoriales y los posibles problemas que pueden crear los flujos de capital a corto plazo para los países.
- El *FMI* y el *Banco Mundial* han tomado medidas para asegurar una colaboración eficaz, sobre todo en relación con el sector financiero (véase el recuadro 3).
- La terminación del programa de la *Comisión de Normas Internacionales de Contabilidad* sobre elaboración de un conjunto básico de normas contables que podría ser adoptado para la cotización internacional en bolsa.
- Los progresos que logre la *OCDE* en cuanto a la finalización de los principios que rigen la gestión de las empresas.

Además de las actividades que se realicen en pro del establecimiento de normas y de buenas prácticas, también se debe contar con un marco jurídico eficiente y eficaz para el funcionamiento de los sistemas financieros. En este sentido, varios países han tomado medidas acertadas para mejorar las leyes y los procedimientos de quiebra, pero hay que seguir avanzando en este frente. En este contexto, los funcionarios del FMI han preparado un informe sobre procedimientos eficaces y ordenados para los casos de insolvencia, en el que se identifican y

<sup>11</sup>El Banco Mundial está preparando sistemas que permitan ayudar a los países a evaluar las fuentes estructurales de la vulnerabilidad y apoyar el fortalecimiento de las instituciones y las competencias; véase Banco Mundial, *Fortalecimiento de los fundamentos de la economía de mercado: prácticas óptimas, principios y normas internacionales, y la función del Banco Mundial*, 22 de abril de 1999, DC/99-10 (Washington, 1999).

## Recuadro 3

**Mayor colaboración entre el Banco Mundial y el FMI en el sector financiero**

Como se reconoce que una colaboración más eficaz entre el FMI y el Banco Mundial es decisiva para el fortalecimiento de los sistemas financieros, en septiembre de 1998 estos organismos decidieron crear, con el propósito de reforzarla, un *Comité de enlace para el sector financiero*. La colaboración tiene por objetivo asegurar que el FMI y el Banco presten a los países un asesoramiento de excelente calidad, sólido y oportuno, y que se aprovechan en la forma más eficaz los conocimientos especializados de los funcionarios.

El Comité:

- Ha tomado medidas para intensificar la coordinación de los programas de trabajo del FMI y del Banco, ha

establecido pautas y procedimientos para el intercambio de información y ha incorporado en los programas de trabajo buenas prácticas y normas reconocidas internacionalmente.

- Ha convenido en principio coordinar un programa de vigilancia y evaluación del sector financiero con el fin de lograr una mejor evaluación de la solidez y de la vulnerabilidad de los sistemas financieros de los países. El Comité prevé seguir ampliando la propuesta de colaboración con la realización conjunta de "evaluaciones de la estabilidad del sistema financiero" que utilizarán los recursos de ambas instituciones y se incorporarán a sus programas de trabajo.

examinan ciertos problemas fundamentales que se plantean en todos los países con respecto al diseño y la aplicabilidad de dichos procedimientos. El Banco Mundial prevé, asimismo, elaborar directrices acerca de regímenes de insolvencia eficaces para los países en desarrollo. Además, la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI), que ha propuesto una ley modelo para los casos de insolvencia en el plano internacional y ha colaborado en la elaboración del informe del FMI, ha manifestado un gran interés de colaborar con el FMI y el Banco Mundial en esta tarea. El Comité Provisional, en su comunicado de abril de 1999, mostró su satisfacción por la labor desempeñada por el FMI acerca de las leyes de insolvencia y solicitó al FMI que continúe colaborando con el Banco Mundial, la CNUDMI y otras instituciones pertinentes en la promoción de sistemas eficaces en materia de insolvencia. El Comité tomó nota de que estas nuevas normas son de aplicación voluntaria, pero alentó a los países a que las vayan adoptando a medida que se elaboran.

**Cuestiones relativas a la cuenta de capital**

Si bien hay consenso general de que la integración financiera, incluida la liberalización de la cuenta de capital, produce beneficios sustanciales, dicha liberalización conlleva ciertos riesgos y debe realizarse con cuidado. En 1998/99, el Directorio trató la cuestión de la liberalización de la cuenta de capital en dos ocasiones<sup>12</sup> y,

<sup>12</sup>Publicado con el título de *Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects*, Occasional Paper 172 del FMI, y preparado por un equipo dirigido por Barry Eichengreen y Michael Mussa (Washington, 1999).

en la última de ellas realizada en marzo de 1999, se examinó el historial de los países miembros en materia de controles de capital y su liberalización. El Directorio convino en que:

- La liberalización de la cuenta de capital debe estar plenamente respaldada por un marco macroeconómico armónico, que abarque también las políticas monetaria y cambiaria, y por una estructura institucional que refuerce la capacidad que tienen los intermediarios financieros y otros participantes del mercado para la gestión de los riesgos y que apoye dichas políticas.
- No obstante este principio general, los países habían seguido distintas estrategias en cuanto al ritmo y la secuencia de la liberalización de la cuenta de capital. Los

directores también expresaron distintas opiniones sobre la utilidad y la eficacia de los controles de capital.

Lo acontecido durante las crisis de los dos últimos años puso de manifiesto que, en muchos casos, los numerosos desequilibrios que precedieron a las crisis en los mercados emergentes podían atribuirse a fallas de la secuencia seguida para la liberalización o al poco respaldo que se le había prestado, como también a la falta de coherencia de las políticas monetaria y cambiaria. Cuando había una acumulación excesiva de deuda a corto plazo y un endeudamiento muy grande en relación con el capital en los sectores bancario y empresarial, las economías se tornaban vulnerables a las conmociones externas o a la pérdida de confianza. A este aumento de la vulnerabilidad habían contribuido también los inversionistas con una evaluación deficiente del riesgo y un comportamiento imitativo.

Con la experiencia obtenida de las crisis se puso de manifiesto que, una vez iniciadas las perturbaciones financieras y sobre todo su intensificación después de la crisis rusa de agosto de 1998, incluso los países que seguían medidas aparentemente apropiadas acusaron el golpe asestado por la volatilidad de los mercados internacionales de capital. Los países que habían mantenido políticas cambiarias y monetarias coherentes y que habían respaldado la liberalización con la reforma del sector financiero pudieron manejar mejor tanto la entrada de capital como la salida que sobrevino después.

Aunque el Directorio apoyó el objetivo de seguir liberalizando los movimientos de capital, durante la reunión de marzo de 1999 examinó tanto la utilidad como la eficacia de los controles y pudo establecer que



conviene distinguir entre controles a la salida de capital y los que se aplican cuando el capital acude a un país.

Casi todos los directores concluyeron que volver a imponer controles para la salida de capital en medio de una crisis no era una medida eficaz. Para que sean eficaces siquiera por un período breve, los controles tienen que abarcar muchos aspectos y ser estrictos, pero cuanto más lo sean, más probabilidades habrá de interferir con las transacciones comerciales y con el servicio de la deuda y, por lo tanto, de desalentar el refinanciamiento de la deuda y la nueva entrada de capital. Así pues, se consideró en general que si se recurre a los controles para la salida de capital, es probable que aumente la gravedad del ajuste externo y se perjudicaría mucho y durante largo tiempo el acceso de los países al financiamiento internacional. No obstante, varios directores expresaron que tal vez fuera útil volver a imponer estos controles para la salida de capital durante una crisis, si se contaba al mismo tiempo con la debida participación del sector privado y se los aplicaba en el contexto de un ajuste más amplio.

Hubo un debate bastante más extenso sobre la eficacia de los desincentivos o controles sobre la entrada de capital. El efecto de dichos controles sobre el volumen total de entrada de capital era tema de controversia, pero sí se había observado que, cuando hay controles, las entradas suelen estar integradas por capital a plazo más largo. Sin embargo, los países que aplican estos controles no habían logrado evitar bruscos cambios de dirección en los flujos de capital cuando las medidas en vigor eran inadecuadas. Por consiguiente, los directores recalcaron que los controles sobre la entrada de capital no servían de sustituto de otras medidas normativas más esenciales, y que, cuando se aprueban, tienen que integrarse en un conjunto más amplio de medidas de política. Podría argumentarse que estos controles se justifican por razones de prudencia cuando la situación tanto institucional como reglamentaria en el país es débil, y como medio de hacer frente a las presiones externas de mercado. No obstante, se destacó que en general era preferible tratar de solucionar directamente las dificultades relacionadas con la prudencia, a fin de evitar el riesgo para los sistemas financieros y el efecto de los controles de capital en la eficiencia de la movilización y la asignación de los recursos financieros.

En relación con los pasos que se darían seguidamente, los directores ejecutivos convinieron en que:

- El personal del FMI continuará perfeccionando el análisis y examinando lo ocurrido en los países que aplicaron controles específicos (y la eficacia de que han dado muestra), así como el historial de la liberalización de los distintos componentes de la cuenta de capital, para poder llegar a una conclusión sobre cuáles son las prácticas más acertadas.
- Se seguirá tratando de asegurar que la función de supervisión del FMI se centra en la secuencia que ha

de seguir la liberalización de la cuenta de capital y que se tienen salvaguardias eficaces que ayudan a asegurar la capacidad de recuperación de la economía, sobre todo del sector financiero, ante las posibles conmociones.

- Se continuará mejorando la información y la observación de los movimientos de capital, además de ayudar a los países a vigilar mejor los flujos privados a corto plazo, sobre todo en el caso de las líneas de crédito interbancario.

### **Intervención del sector privado en la prevención y la solución de las crisis**

Se considera que es fundamental lograr que el sector privado participe en mayor grado en la prevención y la solución de las crisis para producir un proceso de ajuste más ordenado, limitar el riesgo moral, fortalecer la disciplina del mercado y ayudar a los prestatarios de los mercados emergentes a protegerse a sí mismos frente a la volatilidad y los efectos de contagio. En 1998/99, el Directorio del FMI junto con la comunidad internacional consideraron varias propuestas para lograr esa participación.

Lo ocurrido durante los dos últimos años sugiere que la aplicación de un enfoque específico para cada caso ha alcanzado cierto éxito, si bien, en opinión de algunos de los directores, sería conveniente adoptar un marco para la intervención del sector privado en el que se aclaren *ex ante* las reglas que corresponden a los mercados financieros privados. En buena parte, la estrategia que se siguió en países como Brasil, Corea, Indonesia y Tailandia se basaba en una combinación de medidas económicas más fuertes, financiamiento oficial y distintos enfoques con respecto al sector privado. En Corea, Indonesia y Ucrania, la presión moral que ejerció la comunidad internacional contribuyó a asegurar un financiamiento privado constante en apoyo de los programas de ajuste de los países. Brasil llegó a un acuerdo voluntario con los bancos comerciales acreedores para que éstos mantuvieran su concentración crediticia. Gracias a esa cooperación, se logró una cierta distribución de la carga; no obstante, quedan algunos interrogantes acerca de la aplicabilidad general de estos esfuerzos y la posibilidad de que tengan efectos adversos (véase el recuadro 4).

En una reunión del Directorio realizada en marzo de 1999, hubo en general acuerdo acerca de la necesidad de hacer más en pro de la creación de incentivos e instrumentos de mercado que mantengan la participación del sector privado.

### **Intensificación de los esfuerzos para prevenir la crisis**

Es fundamental prevenir las crisis financieras, una tarea que compete en primer lugar a los países miembros en colaboración con el FMI y la comunidad internacional.

## Recuadro 4

## Participación del sector privado en la solución de las crisis

Medidas *ex ante*

Si las líneas de crédito contingente privadas que podrían utilizarse en momentos difíciles tuviesen un precio justo, brindarían una protección eficiente frente a una evolución adversa del mercado, incluido el riesgo de liquidez, y ayudarían a distribuir eficazmente la carga en los períodos de tensión. Al mismo tiempo, en los mercados financieros complejos, las estrategias de cobertura de las instituciones financieras privadas podrían dar lugar a transacciones compensatorias con el país en cuestión o a un desplazamiento de las presiones a otros mercados, o ambas cosas. Debe alentarse a los países miembros a explorar la posibilidad de obtener este tipo de financiamiento recurriendo a las instituciones financieras privadas.

Las *opciones de compra en las líneas de crédito interbancario* pueden ofrecer una base contractual para la prórroga de los plazos de vencimiento en determinadas condiciones. Sin embargo, las líneas de crédito interbancario son a menudo una fuente clave de liquidez a corto plazo para los países y la activación de esas opciones podría llevar a la pérdida, antes de que entre en vigor la opción, de líneas de crédito a corto plazo que

estén a punto de vencer, lo que agravaría los problemas de liquidez.

El *seguro del servicio de la deuda*, incluidos los instrumentos que se conocen con el nombre de “pagarés estructurados”, capaces de generar una carga del servicio de la deuda que evoluciona en forma *contraria* al ciclo económico general de un país, puede ayudar a reducir el riesgo de que estalle una crisis. Estos instrumentos tienen más probabilidades de ser viables para los países miembros cuyas exportaciones están muy concentradas (como muchos exportadores de petróleo o de productos básicos) cuando los contratos puedan vincularse principalmente a fenómenos exógenos.

El *aval oficial* de la nueva deuda mediante garantías totales o parciales de los nuevos instrumentos de deuda soberanos o privados podría ser útil en momentos en que el acceso a los mercados es muy limitado, por ejemplo, cuando se está saliendo de una crisis, pero quizás haya algunos interrogantes sobre la eficacia de las garantías. El Banco Mundial ha examinado recientemente su experiencia en esta materia y ha propuesto un programa de garantías limitado que se basaría en la política económica; los

resultados de este programa se evaluarán en una fecha posterior.

## Otras medidas

La *renovación concertada de la deuda externa*, en Corea, y con el telón de fondo de una sangría de las reservas oficiales, logró estabilizar una situación crítica y facilitar la reestructuración de los títulos interbancarios convirtiéndolos en bonos soberanos con garantía. No obstante, el éxito de Corea se debió a circunstancias especiales y quizá sea difícil de repetir en otros casos. Cuando se decida la realización de estas operaciones concertadas, la comunidad internacional deberá prestar especial atención al riesgo de que lleven a los acreedores a retirar líneas de crédito anticipándose a una crisis en otras regiones por temor a una renovación concertada.

La *reestructuración de los bonos soberanos internacionales* plantea aspectos difíciles que tienen que considerarse caso por caso. En la práctica, existe una relación de correspondencia entre el alivio inmediato de la situación de caja que brinda la reestructuración de los bonos y la consiguiente reducción a mediano plazo de la capacidad del país para obtener recursos de los acreedores privados.

Los países, además de poner en práctica las medidas macroeconómicas y estructurales apropiadas, deben procurar mejorar las condiciones para que el sector privado evalúe los riesgos y tome decisiones aumentando la información que le proporcionan, mejorando el marco normativo y limitando las garantías implícitas y explícitas que le conceden. Los directores convinieron en que lo principal era que:

- Los países mantengan un perfil adecuado de endeudamiento, evitando una acumulación excesiva de deuda a corto plazo o una estructura demasiado rígida de la deuda, asegurando que disponen de reservas oficiales y de liquidez del sistema bancario suficientes para hacer frente metódicamente a una reducción temporal del acceso a los mercados de capital. Los países deben establecer un sistema —o fortalecerlo si lo tienen— para vigilar con suma frecuencia la situación de la deuda externa privada, controlar mejor los flujos de capital a corto plazo y conocer con antelación la posibilidad de que surjan dificultades.
- Los países actúen con moderación en lo que se refiere a las transacciones no incluidas en el balance general del sector oficial, incluida la utilización de instrumentos financieros derivados, asegurándose de que los organismos encargados de la supervisión toman en cuenta la vulnerabilidad de las entidades financieras frente a estos instrumentos. El FMI prestará más atención a las posibles vulnerabilidades relacionadas con la estructura de la deuda y los instrumentos financieros derivados en el contexto tanto de la función de supervisión como de la utilización de sus recursos.
- Se mantenga una comunicación eficaz entre los prestarios de los mercados emergentes y los mercados de capital privados. Este contacto ha demostrado ser valioso en períodos de tensión en los mercados de América Latina. El FMI debe considerar formas de ayudar a los países miembros para que se mantengan en comunicación constante con sus acreedores —entre ellas evaluar con otros organismos internacionales la posibilidad de crear consejos integrados por deudores

y acreedores—prestando debida atención a los problemas que pueden surgir, como el de la información privilegiada que puedan obtener ciertas personas. El FMI está tratando también de ampliar el contacto que mantiene habitualmente con los mercados.

### *Medidas para facilitar la participación del sector privado*

Hace falta cimentar la prevención con medidas diseñadas y adaptadas de antemano que aseguren la intervención del sector privado cuando haya que evitar una crisis o solucionarla en forma ordenada. Si estas medidas se han tomado antes de que se desencadene una crisis harán más fácil ir eliminando en la debida sucesión las presiones ejercidas sobre la balanza de pagos. Entre las medidas, cabe mencionar los mecanismos que comprometan a los participantes privados a mantener o a aumentar el volumen neto de los créditos, o a reducir la carga del servicio de la deuda en períodos de crisis y, en épocas normales, a limitar el riesgo moral y las distorsiones del mercado. También se necesitan mecanismos que permitan tratar situaciones extremas en que las medidas *ex ante* no brindan todo el apoyo que se necesita y no es posible convenir en un refinanciamiento o una reestructuración sistemáticos de la deuda.

Cuando se consideran distintas opciones, hay que tener en cuenta dos principios muy importantes: los contratos están para cumplirse, y hay que procurar que las soluciones que se escojan para tratar de evitar o resolver una crisis no tengan efectos adversos más generales que quizá provoquen más dificultades de las que solucionan.

Además de las propuestas que procuran reducir el sesgo que pueda haber en los mercados de crédito interbancario a corto plazo y modificar las condiciones de los contratos de bonos, se han sugerido también otras medidas (véase el recuadro 4).

En el mes de marzo de 1999, se advertía un principio de acuerdo en el Directorio en el sentido de:

1) *Alentar una nueva evaluación por el Comité de Basilea de las normas relativas al capital* con el fin de incluir medidas que reduzcan el sesgo observado hacia el corto plazo en las líneas de crédito otorgadas por los países industriales a los bancos de los mercados emergentes. (Poco después, en junio de 1999, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria anunció la enmienda del Acuerdo de Basilea sobre capital.)

2) *Avanzar en la modificación de los contratos para la emisión de bonos.* Esto podría hacerse incorporando cláusulas sobre el reparto de responsabilidades, disposiciones sobre modificación de las condiciones por aprobación de una mayoría calificada, disposiciones sobre representación colectiva u otras modificaciones para lograr los mismos objetivos. Los contratos para la emisión de bonos que se usan en el Reino Unido contienen este tipo de cláusulas y podrían servir de modelo,

aunque no el único, para futuras emisiones. Si bien esta cuestión se ha considerado en otros foros, se ha progresado muy poco, lo que sugiere que tal vez se necesiten medidas concertadas de parte de los principales países industriales para estimular a los prestatarios de los mercados emergentes a modificar las condiciones de sus nuevas emisiones. También podría recurrirse al efecto demostración, incorporando nuevas condiciones contractuales en las emisiones de bonos internacionales que realizan los países del Grupo de los Diez, con la finalidad de establecer como norma el nuevo instrumento y poder reducir el costo que entraña su utilización.

También deberá considerarse la coordinación de los requisitos de reglamentación en el caso de la admisión de nuevas emisiones soberanas en los mercados nacionales, para que se puedan cumplir ciertas condiciones mínimas especificadas en relación con las disposiciones contractuales. Un enfoque concertado que refleje las inquietudes sistémicas quizá supere la función tradicional de las entidades encargadas de reglamentar los mercados de valores en lo que a la protección de los inversionistas se refiere. Por su parte, el FMI alentaría a los países miembros a que incluyan condiciones que faciliten la reestructuración de las emisiones de bonos. Estas medidas podrían complementarse con actividades tendientes a formar un consenso en las instituciones financieras que intervienen en la emisión y la garantía de los bonos soberanos a favor de estos cambios.

3) *Considerar el financiamiento contingente y el seguro del servicio de la deuda.* Los prestatarios deberían examinar, junto con sus acreedores, las posibilidades de obtener líneas de crédito contingente privadas<sup>13</sup> y otros instrumentos de deuda que proporcionen liquidez adicional, o que reduzcan la carga del servicio de la deuda, en períodos de graves dificultades de balanza de pagos.

En casos extremos, si los mecanismos *ex ante* que se establezcan no logran dar todo el respaldo que se necesita, fracasan los intentos por llegar a un acuerdo para la reestructuración voluntaria de la deuda, y no es posible aminorar las presiones sobre la balanza de pagos, puede que los países miembros tengan que considerar una cierta combinación que incluya el incumplimiento en el caso de los bonos soberanos y la imposición de controles cambiarios. Estas medidas pueden tener el efecto de reducir las posibilidades de otros prestatarios, que no sean el Estado, para atender el servicio de su deuda externa. No hay muchos casos concretos en los últimos tiempos de reestructuración de bonos soberanos ni de renegociación de deuda privada atrapada por los controles cambiarios y, por ello, resulta difícil predecir en

<sup>13</sup>Argentina y Sudáfrica, así como otros países, han celebrado acuerdos de financiamiento con consorcios de bancos comerciales extranjeros, con el fin de crear un mecanismo que proporcione liquidez en tiempos de crisis.

qué forma evolucionaría la situación. Se ha modificado la política que sigue el FMI en cuanto a compromisos de financiamiento y atrasos en los pagos, de tal modo que la institución pueda conceder préstamos a los países que se han atrasado en sus obligaciones, después de considerar cada caso individualmente y respaldar las medidas de ajuste del país miembro durante el período, posiblemente prolongado, de negociación de la deuda. No obstante, el Directorio tiene que resolver todavía ciertas cuestiones relacionadas con las condiciones en las que el FMI podría proceder.

También hay que encontrar alguna forma de asegurar que, en casos extremos, llegado el incumplimiento, continúa metódicamente el proceso de negociación de la deuda aunque exija mucho tiempo. Algunos directores opinaron que hay poco peligro de que los acreedores entablen tantos pleitos como para trastornar el esfuerzo de ajuste de un país, o la capacidad del FMI para respaldarlos. Pero otros consideraron que es posible que los litigios no permitan avanzar hacia la reestructuración ordenada de la deuda y pongan en jaque la capacidad de la institución para brindar un apoyo eficaz al esfuerzo de ajuste de un país miembro. En vista de esta situación, podría considerarse con mayor detenimiento la posibilidad de aprobar algún mecanismo que permita a la comunidad oficial apoyar una suspensión temporal del pleito entablado por un acreedor. Quizá pudiera hacerse mediante enmienda de la Sección 2 b) del Artículo VIII del Convenio Constitutivo.

En su reunión de abril de 1999, el Comité Provisional solicitó al Directorio que continúe la labor sobre estas cuestiones, así como también sobre la forma de asegurar una reestructuración más ordenada de la deuda.

### Problemas sistémicos

Durante 1998/99, el Directorio trató en distintas ocasiones la consolidación de la arquitectura del sistema financiero internacional y abordó una serie de problemas sistémicos. La finalidad del FMI en este caso es contribuir a analizar los regímenes cambiarios, proponer formas de mejora del funcionamiento del sistema financiero y ajustar su organización, servicios y recursos financieros a la evolución del sistema monetario internacional.

#### *Consecuencias de la movilidad del capital y de la volatilidad de los tipos de cambio*

Los profundos cambios que ha experimentado el sistema monetario y financiero internacional desde el acuerdo de Bretton Woods, pero sobre todo en los últimos 20 años, provocan grandes problemas sistémicos. Cuando se examinaron en forma preliminar los programas respaldados por el FMI en Asia oriental, una de las enseñanzas que se extrajo fue que el tipo de cambio estable de los países afectados pudo haber influido para que tanto prestatarios como acreedores no

tomaran muy en cuenta el riesgo cambiario porque pensaban que había una garantía implícita frente a ese tipo de pérdida. Tampoco sirve de panacea adoptar un régimen cambiario más flexible pues, con todo régimen, siempre habrá vulnerabilidad y seguirá siendo necesario contar con normas para el fortalecimiento de los sistemas financieros y el aumento de la transparencia.

El Directorio prevé para antes de las Reuniones Anuales de 1999 un estudio de estos problemas. En cuanto a los regímenes cambiarios, se prestará especial atención a la volatilidad del valor de cambio de las monedas principales, la posibilidad de tomar medidas para moderarla y la forma en que repercute en la política cambiaria de las economías de mercados emergentes. En el caso de los mercados de activos financieros, se hará hincapié en los aspectos sistémicos de las grandes oscilaciones de los flujos de capital a los países en desarrollo y en las medidas generales y sistémicas que se podrían tomar para moderar el auge del ciclo, tanto para los prestamistas como para los prestatarios, incluidas algunas de las medidas examinadas antes para el fortalecimiento de los sistemas financieros y el aumento de la transparencia y de la responsabilidad.

#### *Adaptación de los servicios financieros del FMI*

En 1998/99 se avanzó bastante en la tarea de adaptar los servicios financieros del FMI a la nueva situación internacional. En enero de 1999, el Directorio examinó el servicio de complementación de reservas con la intención de asegurar que el FMI está listo para responder con prontitud y eficacia cuando un país miembro necesita financiamiento para la balanza de pagos.

Al mismo tiempo, el FMI ha explorado distintas formas de apoyar a los países miembros que tienen economías fundamentalmente sólidas y bien administradas, pero que sienten cierta inquietud acerca de los posibles efectos de contagio en materia de acceso a los mercados de capital. En este sentido, el Directorio convino en abril de 1999 en crear una línea de crédito contingente, un agregado al SCR, que previsiblemente tendrá una función importante en la prevención de las crisis y hasta servirá como incentivo para la adopción de medidas sólidas y la aceptación de normas reconocidas internacionalmente, alentará la participación constructiva del sector privado y, en consecuencia, reducirá el riesgo de contagio en los mercados financieros (véase el recuadro 5).

#### *Aumento de los recursos del FMI*

A fin de poder cumplir con eficacia la función que le compete de proteger la estabilidad del sistema monetario internacional, el FMI necesita contar con recursos suficientes y, para ello, se tomaron importantes medidas durante el ejercicio:

- Los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (NAP) entraron en vigor el 17 de noviembre



Recuadro 5

**Una mejor defensa contra los efectos de contagio: La línea de crédito contingente del FMI**

A finales de abril de 1999, el Directorio Ejecutivo del FMI acordó proporcionar una línea de crédito contingente (LCC) a los países miembros que apliquen una política económica sólida, como medida de carácter precautorio. Los países podrían recurrir inmediatamente a una LCC para hacer frente a problemas de balanza de pagos que pudieran producirse a consecuencia de los efectos de contagio en los mercados financieros internacionales. La aprobación de financiamiento en el marco de la LCC sería señal de que el FMI confía en la política económica que esté aplicando el país y de que éste ha decidido ajustarla si resultara afectado por los efectos de contagio.

La LCC se ha establecido por un período de dos años y se la examinará una vez transcurrido el primero. El objetivo es crear un nuevo instrumento de prevención de crisis por medio de:

- Nuevos incentivos para adoptar medidas de política sólidas, sobre todo para la gestión de la deuda y para la estabilidad del tipo de cambio, acatando las normas aceptadas internacionalmente.
- Fomento de una participación constructiva del sector privado, reduciendo, por ende, el riesgo de contagio en el mercado financiero, y tomando en cuenta al mismo tiempo las posibles repercusiones que podría tener en la liquidez del FMI.
- Envío de una señal de la intención del FMI de otorgar financiamiento al país miembro en caso de que sufra los efectos del contagio.

La LCC proporciona financiamiento a corto plazo para ayudar a los países miembros a superar las necesidades excepcionales de balanza de pagos que puedan producirse como consecuencia de una súbita y perturbadora pérdida de confianza de los mercados debida a los efectos de contagio, es decir, a circunstancias que, en gran medida, sean ajenas al país y tengan su origen básicamente en una evolución negativa de los

mercados internacionales de capital causada, a su vez, por acontecimientos surgidos en otros países. La LCC es, así, un agregado a la decisión del FMI sobre el SCR. Sin embargo, una diferencia clave es que este último servicio sólo pueden utilizarlo los países miembros que se encuentren en las garras de la crisis, mientras que la LCC es una medida preventiva pensada exclusivamente para los países miembros a los que les preocupa la posible vulnerabilidad a un contagio, pero que no enfrentan una crisis en el momento de comprometerse los recursos.

El FMI ha asegurado el uso eficaz y la salvaguardia de sus recursos estableciendo los siguientes criterios de acceso a la LCC:

- El momento en que el Directorio apruebe un compromiso de recursos en el marco de este mecanismo, el país miembro estará aplicando medidas que hagan improbable la necesidad de utilizar recursos del FMI y no estará sufriendo ya dificultades de balanza de pagos relacionadas con efectos de contagio.
- El FMI habrá considerado positivo el desempeño económico del país en las consultas más recientes en virtud del Artículo IV y después de celebradas; se tendrá en cuenta el progreso alcanzado en el acatamiento de las normas pertinentes aceptadas internacionalmente. En especial, el país deberá haberse acogido a las NEDD y mostrar un avance satisfactorio hacia el cumplimiento de los requisitos establecidos.
- El país miembro mantendrá relaciones constructivas con los acreedores privados, con miras a facilitar la apropiada participación del sector privado y habrá reducido satisfactoriamente su vulnerabilidad externa por medio de una adecuada gestión de su deuda externa y sus reservas internacionales.
- El país miembro presentará un programa económico y financiero satis-

factorio, incluido un cuadro general cuantificado, que estará dispuesto a modificar en la medida que haga falta.

Cuando un país miembro solicite utilizar los recursos de la LCC, el Directorio realizará sin demora un examen especial de “activación”, en el que tendrá que determinar si el país, a pesar de haber aplicado con éxito el programa hasta la fecha, está gravemente afectado por una crisis atribuible a los efectos de contagio y se propone ajustar su política según corresponda.

La LCC no está sujeta a los límites generales de acceso, pero es de esperar que el nivel de compromisos se sitúe entre el 300% y el 500% de la cuota del país en el FMI, a menos que, debido a circunstancias excepcionales, se justifique variar esas cifras, y siempre y cuando se tenga debidamente en cuenta la situación de liquidez de la institución.

El compromiso de recursos en el marco de la LCC será por un plazo máximo de un año. En el momento del examen especial de activación, el Directorio decidirá el monto que se desembolsaría de inmediato y el escalonamiento del saldo restante, así como la correspondiente condicionalidad. Los países que utilicen los recursos de la LCC deberán rembolsarlos en un plazo de 12 a 18 meses a partir de la fecha de cada desembolso (el Directorio podrá prorrogar este plazo hasta un máximo de un año). Durante el primer año siguiente al primer giro contra los recursos de la LCC, el país miembro pagará un recargo de 300 centésimos de punto porcentual sobre la tasa de cargo (un promedio ponderado de las tasas de interés a corto plazo en los mercados de dinero de los cinco países cuyas monedas integran la cesta de valoración del DEG) que se aplica a los giros ordinarios del FMI. El recargo aumenta 50 centésimos cada seis meses hasta un máximo de 500 centésimos de punto porcentual.

de 1998. El monto combinado de recursos disponibles para el FMI en virtud de estos nuevos acuerdos y de los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos (AGP) asciende a DEG 34.000 millones (unos

\$46.000 millones), lo que equivale al doble del monto que se alcanzaba con estos últimos únicamente.

- El aumento de las cuotas del FMI en el marco de la undécima revisión general de cuotas entró en vigor

el 22 de enero de 1999, elevando el monto global de las cuotas de DEG 146.000 millones (aproximadamente \$200.000 millones) a DEG 212.000 millones (unos \$290.000 millones). Este aumento de los recursos utilizables permitió rembolsar los montos tomados en préstamo en virtud de los AGP y los NAP. A finales de abril de 1999, el coeficiente de liquidez del FMI era del 89%, frente al 45% un año antes.

Además de estas medidas, se ha propuesto una asignación especial de DEG por medio de una enmienda del Convenio Constitutivo, propuesta que ha sido presentada a los países miembros para su aprobación. Sin embargo, sigue siendo todo un reto obtener el pleno financiamiento que se necesita para el SRAE y para cubrir la participación del FMI en la Iniciativa para los PPME. Habrá que seguir insistiendo para asegurar que la institución dispone de recursos suficientes para dar apoyo a los programas de ajuste estructural de los países miembros más pobres y proporcionar alivio para la deuda según lo convenido.

### **Reforma institucional y fortalecimiento o transformación del Comité Provisional**

En el curso del ejercicio, el Directorio consideró distintas propuestas para fortalecer el Comité Provisional o transformarlo en un Consejo a cargo de la formulación de la política de la Junta de Gobernadores del FMI. Los directores manifestaron diversas opiniones acerca del Consejo. Durante las deliberaciones del mes de marzo de 1999, la mayoría de ellos no estaba muy convencida aún de los méritos que podría tener la creación

de un Consejo y mencionó como razón que el Comité Provisional, pese a no tener facultades decisorias, de hecho ya cumplía las responsabilidades que se preveía asignar al Consejo. Varios directores opinaron que las estructuras institucionales actuales ofrecían la suficiente legitimidad y responsabilidad y que, en cambio, debía ponerse el acento en el mejoramiento de estas estructuras y también, en términos más generales, en la urgente cuestión de la reforma del sistema monetario internacional. Algunos directores opinaron que había que seguir analizando la situación para poder determinar un criterio sobre el establecimiento de un Consejo, y mencionaron la necesidad de explorar el efecto que tendría en la tarea y las responsabilidades del Directorio. No obstante, otros directores consideraron que era importante contar con la participación de los países miembros del FMI en el nivel político para adoptar decisiones sobre cuestiones estratégicas fundamentales, sobre todo porque haría resaltar la legitimidad y la autoría de las decisiones del FMI y la responsabilidad de la institución.

En su reunión del 27 de abril de 1999, el Comité Provisional convino en que el FMI debía seguir siendo el punto central del sistema monetario internacional, en tanto mejoran pragmáticamente sus componentes institucionales y la cooperación con otras instituciones y foros. El Comité solicitó al Directorio que siguiera explorando otras posibilidades de mejoramiento institucional, incluido el propio Comité, y que presentara un informe al respecto en su reunión de septiembre de 1999.



## Supervisión

Comprobar que el sistema monetario internacional funciona eficazmente es parte intrínseca de las finalidades y operaciones del FMI. En consecuencia, el Convenio Constitutivo dispone que el FMI ha de ejercer una firme supervisión sobre los regímenes cambiarios de los países miembros. A fin de cumplir con este mandato, el FMI analiza por lo general si la política económica y la política financiera de cada país son adecuadas para ir logrando un ordenado crecimiento económico, y evalúa las repercusiones que tienen las medidas en otros países y en la economía mundial. En los últimos años, se han producido profundos cambios en la economía mundial, como el rápido crecimiento de los mercados de capital privado, la mayor integración regional y monetaria, y la adopción de la convertibilidad de la cuenta corriente y de reformas de mercado en muchos países, cambios que han destacado la importancia de contar con una supervisión eficaz y oportuna. Todo lo anterior se ha traducido en un aumento de las responsabilidades del FMI (véase el recuadro 6).

En el cumplimiento de su misión de supervisión, el FMI ha tratado especialmente de alentar a los países a que corrijan los desequilibrios macroeconómicos, reduzcan la inflación y emprendan decisivas reformas de mercado en el sector del comercio exterior, los tipos de cambio y otros aspectos. No obstante, se ha podido comprobar con creciente certeza que se necesita, según sea la situación de cada país, una serie mucho más amplia de reformas estructurales e institucionales —las de segunda generación— a fin de obtener y mantener la confianza del sector privado y sentar las bases para un crecimiento sostenido. Cabe mencionar, entre ellas, el logro de una mayor eficiencia en el sector financiero, el mejoramiento de la compilación y divulgación de datos, una mayor transparencia en los presupuestos estatales y en las políticas monetaria y financiera, el fomento de la autonomía y de la independencia de los bancos centrales, y la promoción de las reformas jurídicas y la buena gestión de gobierno. (En el capítulo 5 se examinan algunas iniciativas en estas esferas.)

El FMI ha ejercido desde siempre esta misión de supervisión en dos niveles:

- *el bilateral*; en el marco de las consultas del Artículo IV con los países miembros, que suelen realizarse anualmente, y
- *el multilateral*; examinando lo que ocurre en el sistema monetario internacional, sobre todo por medio del estudio de las perspectivas de la economía mundial realizado por el personal, y el análisis que se realiza periódicamente de la evolución de los mercados internacionales de capital y los sistemas financieros. (Véanse los capítulos 2 y 3, en los que se reseñan las deliberaciones del Directorio sobre estos temas.)

Recientemente, el FMI ha comenzado a efectuar este tipo de seguimiento tomando como ámbito una región, por ejemplo, cuando examina lo que acontece en la UEM y en la Unión Económica y Monetaria de África Occidental (UEMOA). Asimismo, en 1998/99, el Directorio analizó la experiencia obtenida hasta la fecha en materia de crecimiento y desinflación en las economías que se encuentran en etapa de transición hacia sistemas de mercado.

A fin de asegurar que la supervisión se realiza en forma continua y eficaz, el Directorio complementa el seguimiento sistemático y programado con otras sesiones, regulares pero informales —a veces mensuales o incluso más frecuentes— en las que se tratan sucesos significativos que se producen en regiones y países seleccionados. En 1998/99, además de las deliberaciones acerca de las consultas del Artículo IV con países miembros, que sumaron 173 horas de trabajo, el Directorio se reunió 29 veces, por un total de 87 horas, para tratar cuestiones de política relacionadas con la supervisión (entre ellas, deliberaciones sobre las perspectivas de la economía mundial, supervisión y transparencia de la política de los países miembros y programas de seguimiento oficioso por el personal). El Directorio también se reúne periódicamente para examinar la situación de los mercados financieros y de la economía mundial. Esta labor constante de evaluación que realiza el Directorio sirve para mantener informado al personal del FMI y también de guía para la labor que cumple en relación con los países miembros;

## Recuadro 6

**Evaluación externa de la función de supervisión del FMI**

Como la supervisión es una de las funciones decisivas entre las que le competen al FMI, a mediados de 1998 el Directorio Ejecutivo aprobó la contratación de tres especialistas independientes externos para que evaluaran la forma en que la institución supervisa la política económica de los países miembros y la eficacia con que lo hace, y para que formularan recomendaciones acerca de posibles mejoras. Se pidió a los especialistas que abarquen en su evaluación todos los cauces y todos los instrumentos que utiliza el FMI para cumplir esta tarea.

La evaluación externa tratará de encontrar respuesta a cuatro interrogantes de índole general:

- ¿Cuál es el grado de eficacia de la supervisión en la identificación de las debilidades y de los desequilibrios macroeconómicos, estructurales y financieros que aquejan a los países miembros y a la economía mundial,

actuando como obstáculo para el logro de un crecimiento económico sostenible sin inflación y con viabilidad externa?

- ¿Son las recomendaciones que formulan tanto el Directorio Ejecutivo como el personal en materia de política económica pertinentes, realistas y oportunas?
- ¿Qué repercusión tienen esas recomendaciones en los países miembros del FMI?
- ¿Son apropiados los procedimientos de supervisión, los recursos y los conocimientos especializados de los funcionarios que se emplean, la interacción con las autoridades del país miembro y las formas en que se dan a conocer las conclusiones que deriva el Directorio de la supervisión?

Los especialistas externos comenzaron a trabajar en julio de 1998, y se prevé que el informe estará terminado en el tercer trimestre de 1999.

los resultados de dicha evaluación son comunicados a las autoridades nacionales por los directores ejecutivos.

**Supervisión bilateral**

El FMI realiza consultas con los países miembros según se dispone en el Artículo IV del Convenio Constitutivo, habitualmente cada año, para examinar la política y la situación económica de cada uno de ellos. Un equipo de funcionarios del FMI visita el país, obtiene información económica y financiera, y analiza con las autoridades, en general con la participación del director ejecutivo por ese país, lo acontecido en el plano económico desde la visita anterior y las políticas monetaria, fiscal y estructural que sigue el país. Normalmente, los funcionarios preparan una declaración o un memorando que resume lo discutido con la misión y lo dejan en manos de las autoridades. Si el país decide darlo a conocer, el FMI publica esa declaración en Internet. Una vez de regreso a la sede, los funcionarios redactan un informe detallado en el que se describe la situación económica del país y se evalúa su posición en materia de política. Después, el Directorio examina ese informe. Las opiniones vertidas por los directores durante la reunión son resumidas por el Presidente del Directorio (el Director Gerente), y luego se dan a conocer como sus "observaciones finales". El FMI envía estas observaciones al país a modo de acta de lo manifestado durante la reunión y, si el país está de acuerdo, también las pu-

blica, junto con ciertos antecedentes que sirven de introducción, como una nota de información al público. En 1998/99, el Directorio realizó 124 consultas del Artículo IV con países miembros, 91 de las cuales dieron como resultado la publicación de una de estas notas (véase el cuadro 4), que también pueden verse en Internet<sup>14</sup>.

Además de las consultas del Artículo IV, el Directorio cumple tareas de supervisión cuando examina los acuerdos financieros vigentes en apoyo de los programas económicos de los países miembros y los acuerdos financieros de carácter precautorio. Hay otros medios de supervisión como la que realizan oficiosamente los funcionarios y el procedimiento de supervisión reforzada.

- *Acuerdos de carácter precautorio.* Los países miembros convienen con el FMI un acuerdo de derecho de giro o un acuerdo ampliado, pero no se proponen utilizar los recursos comprometidos en virtud de estos acuerdos a me-

nos que las circunstancias lo requieran. Empero, el país tiene el derecho de utilizar dichos recursos si ha cumplido las condiciones estipuladas en el acuerdo. Sirven de ayuda a los países miembros porque determinan un marco para la política económica y destacan que el FMI la respalda, fomentando de este modo la confianza en esta política. Asimismo, garantizan al país que los recursos del FMI estarán a su disposición si se necesitan y se han cumplido las condiciones estipuladas.

- *Programas de seguimiento oficioso.* En el marco de estos programas, el personal del FMI vigila el programa económico del país y se reúne periódicamente con las autoridades con el fin de examinar la política que se aplica. Sin embargo, esto no significa que el FMI respalde oficialmente tal política o que ofrezca asistencia financiera (véase también el capítulo 7).
- *Supervisión reforzada.* Significa un seguimiento atento y formal de parte del FMI, sin que ello entrañe respaldo oficial de la institución para la política económica del país miembro. Este procedimiento se estableció al principio para facilitar los acuerdos de reprogramación de la deuda frente a los bancos comerciales, pero también se ha utilizado en otros casos.

<sup>14</sup>Las notas también se publican tres veces al año con el título de *IMF Economic Reviews*.



Cuadro 4  
Consultas del Artículo IV concluidas en 1998/99

País	Reunión del Directorio	Nota de información al público	País	Reunión del Directorio	Nota de información al público
Albania	13-V-98	—	Libia	25-II-99	—
Alemania	2-IX-98	18-IX-98	Lituania	13-VII-98	21-VII-98
Angola	24-II-99	—	Luxemburgo	13-V-98	1-VI-98
Arabia Saudita	1-VII-98	—	Macao	25-III-99	7-V-99
Argelia	24-VII-98	24-VIII-98	Macedonia, ex República Yugoslava de	19-VI-98	—
Argentina	3-III-99	11-III-99	Madagascar	8-II-99	2-III-99
Australia	28-X-98	17-XI-98	Malawi	17-XII-98	30-XII-98
Austria	17-VI-98	24-VI-98	Malí	10-II-99	25-II-99
Azerbaiyán	26-VI-98	17-VIII-98	Mauricio	1-VI-98	29-VI-98
Bangladesh	28-X-98	—	Mauritania	29-I-99	—
Belarús	24-VII-98	—	México	4-IX-98	—
Bélgica	12-II-99	8-III-99	Micronesia, Estados Federados de	26-VI-98	27-VIII-98
Belice	28-VIII-98	22-IX-98	Mongolia	23-XI-98	—
Benin	6-VII-98	23-X-98	Myanmar	5-VI-98	—
Bolivia	18-IX-98	2-X-98	Namibia	8-I-99	—
Bosnia y Herzegovina	29-V-98	14-VII-98	Nepal	8-II-99	24-II-99
Brunei Darussalam	6-I-99	—	Níger	28-VIII-98	—
Bulgaria	19-II-99	10-III-99	Nigeria	12-VI-98	—
Burkina Faso	18-V-98	12-VI-98	Noruega	15-I-99	1-II-99
Burundi	8-I-99	28-I-99	Omán	10-VI-98	21-VII-98
Camboya	17-III-99	6-IV-99	Países Bajos	12-VI-98	24-VI-98
Camerún	7-IV-99	15-IV-99	Pakistán	14-I-99	27-I-99
Canadá	22-I-99	5-II-99	Panamá	16-XII-98	5-I-99
Chad	29-III-99	14-V-99	Paraguay	8-I-99	29-I-99
Chile	25-I-99	3-II-99	Perú	3-VI-98	22-VI-98
China, República Popular de	29-VII-98	—	Polonia	11-III-99	8-IV-99
Chipre	24-VII-98	14-VIII-98	Portugal	26-X-98	2-XI-98
Colombia	9-XII-98	11-XII-98	Reino Unido	3-III-99	7-III-99
Corea	29-V-98	19-VI-98	República Árabe Siria	15-VI-98	—
Croacia	10-VII-98	27-VII-98	República Centroatricana	20-VII-98	11-VIII-98
Djibouti	1-VI-98	—	República Dem. Pop. Lao	15-VI-98	7-VII-98
Dominica	25-VIII-98	22-IX-98	República Kirguisa	3-III-99	29-III-99
Egipto	11-I-99	—	Rumania	15-IX-98	6-X-98
Emiratos Árabes Unidos	4-XI-98	—	Rwanda	24-VI-98	1-IX-98
Eritrea	13-VII-98	—	Samoa	17-II-99	12-III-99
Eslovenia	7-I-99	22-I-99	San Marino	25-II-99	11-III-99
Estados Unidos	3-VIII-98	7-VIII-98	Santa Lucía	23-III-99	8-IV-99
Fiji	14-IX-98	1-X-98	Santo Tomé y Príncipe	13-VII-98	—
Finlandia	28-VIII-98	10-IX-98	Senegal	25-XI-98	—
Francia	28-X-98	11-XI-98	Seychelles	17-VII-98	—
Gabón	15-I-99	—	Singapur	15-III-99	26-III-99
Georgia	27-VII-98	11-IX-98	Sri Lanka	27-VII-98	12-VIII-98
Ghana	2-XII-98	12-I-99	Sudáfrica	17-VII-98	2-IX-98
Granada	23-III-99	2-IV-99	Suecia	14-IX-98	25-IX-98
Grecia	5-VIII-98	10-VIII-98	Suiza	22-II-99	1-III-99
Guatemala	27-V-98	—	Swazilandia	11-I-99	8-III-99
Haití	20-VII-98	10-IX-98	Tailandia	10-VI-98	25-VI-98
Honduras	14-IX-98	—	Tanzanía	8-II-99	31-III-99
Hong Kong, RAE de	29-I-99	11-II-99	Tayikistán	17-XII-98	21-XII-98
Hungría	22-II-99	4-III-99	Tonga	23-X-98	9-XI-98
India	31-VIII-98	22-IX-98	Trinidad y Tabago	15-VI-98	24-VI-98
Indonesia	25-III-99	13-IV-99	Túnez	17-VI-98	26-VI-98
Irán, República Islámica del	19-III-99	—	Turkmenistán	19-VI-98	—
Irlanda	14-X-98	22-X-98	Turquía	6-VIII-98	13-VIII-98
Islas Marshall	26-VI-98	—	Ucrania	26-III-99	27-IV-99
Islas Salomón	10-VI-98	16-VII-98	Uruguay	3-IX-98	18-IX-98
Israel	12-III-99	23-III-99	Uzbekistán	4-IX-98	—
Jamaica	15-VII-98	10-VIII-98	Vanuatu	5-VIII-98	16-IX-98
Japón	5-VIII-98	13-VIII-98	Venezuela	17-VI-98	—
Jordania	15-IV-99	—	Yemen, República del	23-III-99	15-IV-99
Kazajstán	24-VI-98	1-VII-98	Zambia	25-III-99	29-IV-99
Kenya	22-V-98	—			
Kuwait	29-I-99	22-II-99			

## Supervisión mundial y regional

El Directorio Ejecutivo se reunió en tres ocasiones durante el ejercicio para examinar las perspectivas de la economía mundial y en otras dos para considerar informes sobre la evolución de los mercados internacionales de capital (véanse los capítulos 2 y 3). También en ese período, y en materia de supervisión regional, el Directorio consideró una multiplicidad de cuestiones relacionadas con la UEM y lo acontecido en la UEMOA.

### *Unión económica y monetaria europea*

En abril de 1998, el Comité Provisional observó con satisfacción la creación de la unión económica y monetaria europea, uno de los acontecimientos más importantes en el plano monetario internacional desde la reunión de Bretton Woods. Se prevé que la UEM tenga una intensa repercusión en el sistema monetario internacional, en vista de que ofrece una economía dinámica e integrada de 300 millones de personas. Su moneda única —el euro— respaldada por una sólida política macroeconómica y un BCE decidido a mantener baja la inflación, promete llegar a ocupar el segundo lugar en importancia, detrás del dólar de EE.UU. Puesto que se anticipaban grandes cambios, el Comité Provisional solicitó al Directorio Ejecutivo que continúe examinando las repercusiones de la UEM en las operaciones del FMI.

En el curso de 1998/99 el Directorio se reunió en varias oportunidades para examinar cuestiones relacionadas con la UEM. Se analizaron los retos que habrá de enfrentar la zona del euro en materia de política económica; los aspectos operacionales y jurídicos de la UEM en el caso del FMI; las políticas monetaria y cambiaria en la zona del euro en el contexto de las consultas del Artículo IV con los países que pertenecen a ella y las relaciones con el BCE, así como el efecto que tendrá la UEM en algunos países que no pertenecen a ella.

### *Gama de opciones en la zona del euro*

En una reunión celebrada en agosto de 1998, los directores examinaron las opciones de política que ha de afrontar la zona del euro. Observaron que en muchos aspectos las circunstancias eran favorables para la introducción del euro el 1 de enero de 1999, ya que la recuperación económica en esta zona parecía haber alcanzado un ritmo más intenso, impulsada por la demanda interna. Además, si se mantenían tanto la baja inflación como la reducción sustancial de los desequilibrios fiscales, sería más fácil para Europa lograr el mayor crecimiento que necesita para poder avanzar hacia la solución de su problema crónico de desempleo. Pero varios directores recalcaron que para bajar el desempleo hasta un nivel aceptable y asegurar que la UEM sea un éxito perdurable, queda mucho por hacer en lo que se refiere al mejoramiento de la flexibilidad de los merca-

dos de trabajo y de productos. Habida cuenta de esta situación, el Directorio consideró distintas medidas que podrían consolidar más y aprovechar mejor todo lo logrado en convergencia económica hasta la fecha.

La zona del euro tiene todo lo necesario para hacer frente a lo retos que plantea la política económica, y tres pilares que garantizan su eficaz coordinación: el BCE y el mandato de estabilidad de los precios; el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) (véase el recuadro 7) en el que ha quedado plasmado el compromiso de aplicar una política fiscal acertada, y el marco multilateral para la supervisión de la política laboral aprobado durante las reuniones del Consejo de la Unión Europea (Consejo de Ministros) de junio de 1997 en Amsterdam, y en Luxemburgo poco más tarde en noviembre y diciembre del mismo año. En este sentido, los directores reconocieron que en materia de políticas fiscal y estructural la responsabilidad definitiva le compete al país.

Los directores estuvieron de acuerdo en que una de las principales dificultades con que se encontrará el BCE es el establecimiento de su credibilidad. Los sorprendentes resultados alcanzados por los bancos centrales nacionales en los últimos años han sentado las bases para mantener la confianza en este sentido, pero muchos directores se refirieron también a algunos de los problemas iniciales que planteará el establecimiento de un marco viable para la gestión de la política monetaria. El BCE deberá modificar sus instrumentos de política de una forma pragmática y, por lo tanto, será necesario explicar detenidamente, con frecuencia y de forma transparente los factores que influyen en sus políticas, a fin de que los mercados y el público en general puedan ver con claridad que sus acciones son consecuentes con la misión encomendada al BCE de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. Varios directores opinaron que las divergencias cíclicas probablemente no plantearán problemas graves para la gestión de la política monetaria; en todo caso disminuirán a medida que se vaya aplicando una política monetaria común y avance la integración económica.

La gestión de la política fiscal y estructural a nivel nacional tiene una importancia crítica, no sólo para las perspectivas económicas de cada país sino también para la zona del euro en su conjunto, puesto que las políticas nacionales tendrán sin duda efectos secundarios sobre otros países al repercutir en la política monetaria única y el tipo de cambio del euro. Varios directores observaron que ciertas economías que se encontraban en una etapa avanzada del ciclo estaban aplicando medidas fiscales expansionistas en 1998 o no estaban aprovechando suficientemente las condiciones cíclicas favorables para afianzar su política fiscal a mediano plazo. La aplicación de medidas fiscales más restrictivas en estos países ayudaría a evitar que aparezcan diferencias apreciables en la tasa de inflación y oscilaciones de los tipos de cambio real dentro de la UEM.

Permitir que la política fiscal cumpla una función anticíclica eficaz es importante para moderar las fluctuaciones coyunturales de la demanda a nivel nacional, lo que contribuiría a controlar las divergencias cíclicas en el futuro. Teniendo en cuenta las tendencias anteriores a la aplicación de medidas fiscales procíclicas, los directores estimaron esencial que se cumpla el objetivo del PEC porque da a los países cierto margen para hacer frente a las divergencias normales del ciclo, manteniendo al mismo tiempo el déficit del gobierno general por debajo del 3% del PIB.

De conformidad con el PEC, el mantenimiento de una situación presupuestaria a mediano plazo próxima al equilibrio era un objetivo adecuado en las circunstancias en que se encontraban en ese momento la mayoría de los países, aunque se justificaba una situación con superávit en unos pocos países. Si bien una meta fiscal a mediano plazo menos ambiciosa podría ser suficiente a fin de dejar margen para que funcionen los estabilizadores automáticos en caso de fluctuaciones cíclicas normales, hay una serie de consideraciones que justifican ir más allá, como, por ejemplo, la conveniencia de dejar una latitud adecuada para la aplicación de medidas anticíclicas discrecionales y un cierto margen para hacer frente a las perturbaciones de las tasas de interés, la incertidumbre general con respecto a la medición de las brechas entre el producto efectivo y el potencial, y el mejoramiento de la situación de las finanzas públicas para hacer frente a los problemas a más largo plazo que plantea el envejecimiento de la población.

Aunque se observaron algunas diferencias entre los países, en los últimos años el proceso de convergencia ha hecho que la zona del euro se vaya acercando mucho más a una situación satisfactoria a mediano plazo. Sin embargo, el deterioro de los saldos estructurales primarios del gobierno general proyectados, sobre todo de 1998, demostró que aún existe el riesgo importante de que algunos países no logren el objetivo a mediano plazo estipulado en el PEC, y que algunos responsables de la política económica puedan centrarse demasiado en los déficit efectivos y no en los déficit ajustados en función del ciclo, lo que los llevaría a adoptar medidas expansionistas durante las fases ascendentes de la economía.

En estas circunstancias, los directores estimaron que los gobiernos debían demostrar de forma convincente, en los presupuestos para 1999 y en los programas de estabilidad que éstos tenían que presentar al Ecofin a finales de 1998, que se restablecerán las situaciones fiscales de acuerdo con el objetivo a mediano plazo de lo-

#### Recuadro 7

#### El Pacto de Estabilidad y Crecimiento

En junio de 1997, el Consejo de la Unión Europea terminó de negociar el PEC, cuya finalidad es garantizar la disciplina presupuestaria que aplican los países miembros en la última etapa de la UEM. El PEC abarca tanto la puesta en práctica del procedimiento que se especifica en el Tratado de Maastricht para el déficit excesivo como la supervisión de la política fiscal a mediano plazo.

Con arreglo a dicho procedimiento, se considerará que los países de la UE que no cumplan con el valor de referencia del 3% del PIB para el déficit público tienen un déficit excesivo, salvo que me-

dien condiciones excepcionales; recibirán entonces asesoramiento del Ecofin en cuanto a la manera en que debe corregirse el déficit. Si el asesoramiento no se sigue debidamente, se aplicarán multas a los países de la zona del euro.

Se prevé asimismo que los países presenten programas sobre la estabilidad a mediano plazo, que se actualizarán anualmente y que identificarán la forma en que los gobiernos planean cumplir y mantener el objetivo a medio plazo determinado en el PEC. Ese objetivo es que la posición de las cuentas públicas ha de estar equilibrada o arrojar superávit.

grar una posición próxima al equilibrio o con superávit a más tardar en el año 2001. Esto tiene particular importancia en el caso de los países con altos niveles de deuda pública. Es un objetivo que entraña un ritmo relativamente moderado de ajuste fiscal, lo que brinda la oportunidad de centrarse además en la reforma de los sistemas fiscales, incluidos los planes de pensiones y de asistencia social, en el marco de un amplio programa de reformas estructurales orientado a luchar contra las causas fundamentales del alto nivel de desempleo de Europa y las bajas tasas de participación laboral. Los directores señalaron que las reformas del gasto podrían afectar directamente al desarrollo del mercado de trabajo, pero consideraron que éstas son esenciales para disponer de cierto margen de maniobra que permita reducir los impuestos y las contribuciones a la seguridad social. Al principio, en opinión del Directorio, las reformas deberían centrarse en la reducción de los gastos primarios.

Durante las deliberaciones realizadas en el mes de agosto de 1998, los directores subrayaron la importancia de complementar las reformas fiscales con otros cambios estructurales que den mayor flexibilidad a la economía real. Hicieron hincapié en que era preciso acelerar las medidas orientadas a mejorar la flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos a fin de reducir el alto nivel de desempleo estructural. Muchos directores observaron que los países habían avanzado en la reducción de las rigideces estructurales, pero en la mayoría de ellos el progreso realizado no ha sido suficiente y, por lo tanto, no han tenido un impacto visible sobre el desempleo estructural. Los directores también observaron que es esencial que las estructuras institucionales y de mercado sean lo suficientemente flexibles para hacer frente a perturbaciones asimétricas.

Habida cuenta del papel clave que desempeñan las autoridades económicas nacionales en la formulación

de la política económica global de la zona del euro y de la posibilidad de que se produzcan los consiguientes efectos secundarios, los directores hicieron hincapié en la importancia de lograr una coordinación eficaz de la política económica nacional. Sin embargo, algunos directores consideraron que los procedimientos utilizados en la UE, reforzados por el PEC, permiten equilibrar adecuadamente la necesidad de limitar los efectos secundarios de la política y la necesidad de dejar cierto margen para adaptarla a las circunstancias nacionales. Los directores destacaron el papel que puede cumplir la supervisión regional que ejerce el FMI para que se apliquen medidas acertadas en combinaciones adecuadas, y que esta tarea tiene que complementarse con las consultas individuales del FMI con cada país.

Al considerar la evolución de las tasas de interés en el futuro, los directores observaron que, en la zona del euro en su conjunto, la recuperación centrada en la absorción de la capacidad económica ociosa (a finales de agosto de 1998) se encontraba aún en sus etapas iniciales y persistía un margen considerable de recursos sin utilizar. Además, la inflación de los precios seguía siendo moderada, la evolución de los salarios y los agregados monetarios no era motivo de gran preocupación con respecto a las perspectivas de la inflación, y el nivel históricamente bajo de las tasas de interés a largo plazo indicaba que el temor a la inflación también había desaparecido de los mercados. Estas consideraciones por sí solas justifican que se mantengan tasas de interés a corto plazo estables en los países principales del mecanismo de tipos de cambio (MTC), dado que las tasas en otros países de la zona del euro convergen hacia este nivel. También se refirieron a los riesgos de deterioro de la situación derivados de las dificultades que atraviesan Rusia y Asia, y a la continua fragilidad de varios mercados emergentes, lo que justificaría no adoptar, antes de lo previsto, una política monetaria más restrictiva. Por consiguiente, sería conveniente no elevar las tasas de interés hasta que se haya consolidado más la recuperación y se tenga una idea más clara del efecto de los factores externos. En estas circunstancias, los directores coincidieron en que el enfoque adecuado con respecto a las tasas de interés es esperar y ver lo que ocurre.

#### *Aspectos operativos y jurídicos para el FMI*

En septiembre de 1998, el Directorio examinó los aspectos operativos y jurídicos de la UEM para el FMI; señaló que el FMI es una institución fundada sobre la base de países y que la transferencia de las facultades monetarias de los países miembros de la zona del euro a instituciones de la UEM no afecta las relaciones jurídicas de los países con el FMI, de conformidad con el Convenio Constitutivo. Los países miembros de la zona del euro podrán seguir siendo individualmente miembros del FMI. No obstante, los directores señalaron que el ejercicio de los derechos individuales y el cumplimiento de las

obligaciones por parte de los países miembros podrían verse afectados por la adopción de una moneda común y el traspaso de competencias a instituciones comunes pertenecientes a la zona del euro.

Con respecto a los aspectos operativos de la UEM en el caso de la supervisión del FMI, los directores indicaron que la UEM, y en particular la adopción de una política monetaria única bajo la tutela de un BCE independiente, tendrá importantes consecuencias para la supervisión que ejerce el FMI. La política económica de la zona del euro tendrá efectos importantes sobre otros países, y los directores convinieron en que la obligación que tiene el FMI de ejercer una firme supervisión sobre las políticas externa y cambiaria de los países miembros exigirá intensificar las conversaciones con la UE y las instituciones de la zona del euro, sobre todo con el BCE.

Los directores convinieron en que, si bien las consultas del Artículo IV con los países miembros de la zona del euro procederían en la forma habitual, no sería posible darlas por terminadas sin antes examinar algunas políticas básicas como la monetaria y la cambiaria que son competencia del FMI en virtud de su misión. En consecuencia, se decidió que los contactos con los representantes de las instituciones pertinentes de la UE —el BCE y también el Consejo de Ministros y el Ecofin, sobre todo en asuntos relacionados con la combinación de medidas y el tipo de cambio— se realizarán en el marco de las consultas del Artículo IV con cada uno de los países de la zona del euro. Las modalidades que se contemplaron incluían exámenes semestrales del personal con las instituciones de la UE que tienen a su cargo la elaboración de una política común en la zona del euro, así como un informe anual del personal del FMI y discusión en el Directorio de las políticas monetaria y cambiaria de la zona del euro en el contexto de las consultas del Artículo IV con estos países. Si fuera posible, los exámenes individuales con los países de la zona del euro se realizarán en fechas próximas a las reuniones que se celebren con las instituciones de la UE.

En cuanto a la transparencia de la supervisión que el FMI ejercerá sobre la UEM, los directores convinieron en que se podrían publicar, con sujeción al consentimiento de los países miembros interesados, notas de información al público al término de las deliberaciones del Directorio Ejecutivo sobre la supervisión de la zona del euro.

Los directores coincidieron en que, para mejorar la supervisión del FMI sobre la zona del euro, será importante conocer debidamente las opiniones de las instituciones pertinentes de la UE durante las deliberaciones del Directorio Ejecutivo, y pidieron que se conceda al BCE la calidad de observador en el FMI (véase el recuadro 8). Los directores resaltaron las consecuencias que tiene la transición al euro en lo que respecta al suministro de datos e información nacionales y regionales al FMI e impartieron instrucciones al personal para que



disponga los arreglos necesarios, sobre todo con el BCE y la Oficina Estadística de la Unión Europea (Eurostat), para que se transfiera un conjunto de datos con regularidad y puntualidad.

#### *Políticas monetaria y cambiaria en la zona del euro*

En marzo de 1999, con posterioridad a la introducción del euro el 1 de enero de ese año, los directores ejecutivos examinaron por primera vez las políticas monetaria y cambiaria de la zona del euro en el marco de las consultas del Artículo IV con los países de esta zona. La UEM brinda a los países participantes y a la economía mundial la posibilidad de lograr una mayor estabilidad económica y mejores resultados económicos. Las autoridades nacionales en la zona del euro ya han avanzado mucho en el establecimiento de las bases que permitirán obtener estos logros: se ha dispuesto un marco sólido para la aplicación de las políticas fiscal y monetaria; se ha logrado la estabilidad de precios, y parece que ésta podrá mantenerse en el futuro previsible; se ha avanzado en el saneamiento de las finanzas públicas a fin de cumplir los criterios de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht, y el programa del mercado interior ha contribuido en gran medida a reforzar la integración de los mercados en la UE. Sin embargo, persisten dificultades importantes. Concretamente, es necesario seguir avanzando en el ámbito del ajuste fiscal, y las autoridades nacionales deben hacer frente cuanto antes a las rigideces estructurales que obstaculizan la creación de empleo y el crecimiento de la economía.

Las tareas que tienen por delante los responsables de la política económica de la zona del euro son ahora más difíciles debido al deterioro de las perspectivas de crecimiento a corto plazo a lo largo de los últimos seis meses. Si bien es importante concentrarse firmemente en las necesidades a mediano plazo, es esencial al mismo tiempo armonizar la política económica de forma adecuada a fin de respaldar la demanda interna. Es necesario que la demanda interna de la zona del euro registre un crecimiento vigoroso durante un período prolongado a fin de cerrar la considerable brecha del producto y absorber el componente cíclico del desempleo. Además, la mayoría de los directores consideraron que la zona del euro debe desempeñar un papel más destacado en respaldo de la demanda mundial.

Los directores estimaron que, en un contexto de firme estabilidad de los precios y dado que existe un margen de maniobra limitado para el funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos en muchos países de la zona del euro debido a la necesidad de reforzar el ajuste fiscal, cualquier flexibilización deberá basarse en la política monetaria. Observaron que las tasas de interés a corto plazo de la zona del euro se redujeron considerablemente el año pasado, respaldando de forma positiva la actividad económica. Consideraron

#### Recuadro 8

#### **El FMI concede la condición de observador al BCE**

El 22 de diciembre de 1998, el Directorio Ejecutivo anunció que el 1 de enero de 1999 concedería al BCE la condición de observador en el FMI, y se invitó al BCE para que envíe un representante a las reuniones del Directorio en las que se examinen:

- La supervisión que ejerce el FMI en el marco del Artículo IV sobre las políticas monetaria y cambiaria comunes de la zona del euro.
- La supervisión que ejerce el FMI en el marco del Artículo IV sobre la política económica de los países miembros de la zona del euro.
- La función del euro en el sistema monetario internacional.
- El estudio sobre perspectivas de la economía mundial.
- Los informes sobre los mercados internacionales de capital.
- Las tendencias económicas mundiales y de los mercados internacionales.

Además se invitó al BCE para que envíe un representante a las reuniones del Directorio Ejecutivo en que se traten aspectos que el BCE y el FMI consideren de interés mutuo para la ejecución de sus respectivos cometidos.

que desde hace algunos meses se justifica en mayor medida una nueva reducción de las tasas de interés, habida cuenta de la incertidumbre que subsiste con respecto a la solidez de la recuperación económica prevista en la zona del euro, la intensificación de los riesgos económicos a escala mundial, y la persistencia de presiones a la baja de la inflación en la zona del euro. Todos los directores estuvieron de acuerdo en que el BCE debe actuar con decisión si hay indicios de que persiste la desaceleración económica. Concretamente, consideraron que se justificaría sin duda una reducción de las tasas de interés si se deteriora aún más el entorno mundial, si se debilita considerablemente la confianza de los consumidores o si no se observa una recuperación de la confianza en el sector industrial.

Los directores opinaron que la depreciación del euro desde su introducción refleja la persistente solidez de la economía estadounidense y la incertidumbre que subsiste con respecto a las perspectivas económicas de la zona del euro.

Los directores subrayaron que, en vista de la incertidumbre con respecto a la evolución de la zona del euro y de la economía mundial, es especialmente importante que en las primeras etapas del BCE el público entienda y tenga confianza en el marco monetario. Los directores encomiaron en general la labor realizada en el ámbito de la formulación de un enfoque para la política monetaria del BCE, que consideraron acertado y pragmático habida cuenta de la incertidumbre imperante con respecto al cambio de régimen. Varios directores opinaron que el BCE debe especificar un límite inferior explícito de la inflación, señalando que ello contribuiría a mejorar la

disciplina y la rendición de cuentas en materia de política económica. El BCE ha realizado progresos importantes en el ámbito de la comunicación con el público, y los directores instaron a dicha institución a que refuerce su estrategia de comunicación. Concretamente, muchos directores consideraron que el BCE debe proporcionar información más detallada sobre su evaluación de las perspectivas de la inflación, y ser más abierto a la hora de explicar cómo adaptará la política monetaria a la evolución de la situación económica, incluidas las variaciones de la inflación dentro de la gama que define la estabilidad de precios. Unos pocos directores indicaron que hay límites en cuanto a lo que podría transmitirse mediante este tipo de declaración de intenciones, dadas las consideraciones complejas que intervienen en las decisiones de política monetaria, y que el público entendería mejor la política monetaria del BCE viendo cómo actúa y escuchando las explicaciones del BCE con respecto a sus actuaciones.

Muchos directores observaron que para las autoridades fiscales también es importante entender cómo responderá probablemente el BCE a la evolución macroeconómica, a fin de determinar la orientación adecuada de la política fiscal. Si bien esta orientación dependerá en cada país de una gama de consideraciones económicas que se analizarán en el marco de la consulta individual del Artículo IV, la necesidad de seguir avanzando en el saneamiento de las finanzas públicas en varios países de la zona del euro, sobre todo los que registran déficit o deudas relativamente grandes, y la falta de ajustes fiscales básicos en 1998 y en los presupuestos para 1999, limitan la medida en que podrían funcionar los estabilizadores automáticos ante una desaceleración de la actividad económica. Al mismo tiempo, el uso adecuado de los estabilizadores dependerá asimismo del ritmo de la actividad económica y del grado de respaldo que brinde la política monetaria. Los directores subrayaron en general que en el actual entorno macroeconómico incierto es especialmente importante que la combinación de políticas fiscales y monetarias fomente un nivel adecuado de demanda agregada en la zona del euro.

Sin embargo, la gestión de la demanda por sí sola no permitiría acelerar el crecimiento y resolver el problema del alto desempleo que ha afectado profundamente a la zona del euro. Para reducir considerablemente el desempleo es necesario aplicar reformas enérgicas del gasto público y de los sistemas tributarios y luchar firmemente contra las rigideces estructurales. Además, la pronta aplicación de medidas en estos frentes contribuiría a reforzar la confianza y facilitaría la tarea de los responsables de la política económica de hacer frente a las actuales dificultades cíclicas.

Muchos directores observaron que los programas de estabilidad a mediano plazo de los países se basan en general en mejoras cíclicas y en la reducción de los gastos por concepto de intereses a fin de lograr una mayor

reducción de los déficit fiscales, y que no incluyen siquiera los ajustes anuales relativamente moderados de los saldos estructurales primarios que permitirían alcanzar una situación presupuestaria equilibrada en el período 2001–02. Además, los recortes moderados del gasto previstos por la mayoría de los países no dejan margen de maniobra suficiente para reducir los impuestos. Estos directores hicieron hincapié en que la aplicación de estrategias fiscales a mediano plazo más enérgicas fomentaría la credibilidad del PEC, concedería a las autoridades monetarias un mayor margen de maniobra y ayudaría a los países a prepararse para hacer frente a los efectos del envejecimiento demográfico.

En el ámbito de la reforma estructural, algunos países ya han logrado grandes avances en la modificación del mercado de trabajo y se han realizado algunos progresos importantes en los últimos años en el fortalecimiento del mercado interior de la UE, como la mayor competencia en el sector de las telecomunicaciones y la liberalización del sector de servicios. Sin embargo, el progreso realizado en la lucha contra las causas fundamentales del alto nivel de desempleo ha sido desalentador. Los países deben capacitar al gran número de trabajadores no calificados, muchos de los cuales son desempleados de larga duración; hacer frente a las profundas rigideces en los mercados de trabajo y de productos; aliviar la pesada carga impositiva sobre la población activa, y reducir los desincentivos derivados de la relación entre las generosas prestaciones por desempleo y ayudas sociales, su larga duración y las evaluaciones deficientes de la disponibilidad de trabajo para las personas que reciben prestaciones. Unos cuantos directores hicieron hincapié asimismo en la necesidad de una mayor liberalización del comercio, sobre todo en el sector agrícola, lo que contribuiría a una asignación más eficiente de recursos y facilitaría la tarea de mantener la estabilidad de precios.

Los directores consideraron positivo el hecho de que el BCE estime que las instituciones financieras de la zona del euro se encuentran en una situación financiera sólida frente a la reciente crisis financiera mundial, y de que no ha habido indicios de una contracción del crédito. Sin embargo, dada la integración creciente de los mercados financieros europeos y el gran auge de operaciones complejas, es necesario examinar si los acuerdos vigentes permitirían hacer frente de forma eficaz a problemas financieros repentinos en los mercados europeos. En este sentido, es particularmente importante asegurar la transmisión rápida y eficiente de información entre las autoridades nacionales de supervisión y el sistema bancario central europeo.

El 27 de abril de 1999, el Comité Provisional expresó su satisfacción por la puesta en marcha de la UEM, que debería contribuir a la estabilidad financiera y al crecimiento sostenible en la zona del euro y a escala mundial, y aplaudió la reducción de las tres tasas de

interés principales efectuada a principios de abril por el BCE. El Comité hizo hincapié en la importancia de que los mercados sean abiertos y competitivos como elemento clave de las medidas para mantener el crecimiento y la estabilidad de la economía mundial. Los miembros del Comité instaron a los países de la zona del euro a erradicar las causas del elevado desempleo. Es esencial aplicar una combinación de medidas apropiada para apoyar un fortalecimiento de la demanda interna, acompañada de reformas estructurales en los mercados de trabajo, capital y bienes, a fin de estimular el crecimiento y mejorar las perspectivas de empleo, sobre todo a mediano plazo, de modo que la zona del euro se convierta en una importante fuente de crecimiento para la economía mundial.

#### *Repercusiones de la UEM en países seleccionados*

En julio de 1998, el Directorio consideró los efectos que tiene la creación de la UEM en determinados países que no forman parte de la Unión Europea: Europa central y oriental, la cuenca del Mediterráneo y la zona del franco CFA<sup>15</sup>. Los directores tomaron nota de los significativos beneficios a mediano plazo que tendrá la UEM en los países no pertenecientes a la UE, pero destacaron que estos países deben tomar medidas financieras y estructurales que minimicen los riesgos y al mismo tiempo aumenten al máximo las oportunidades que se abrirán con la introducción del euro. Es posible que baje el costo de las transacciones en la zona del euro, y para mitigar las desviaciones que tal vez esto produzca en el comercio exterior y en las inversiones, los países que no utilizan esta moneda tendrían que intensificar las reformas estructurales orientadas a aumentar la apertura y la competitividad de sus economías. La mayor competencia de los mercados financieros de la UE también influirá para que los países que comercian con la UEM pero no pertenecen a ella tengan que afianzar las reformas en el sector financiero.

Varios directores manifestaron que en el caso de los países que deseen ingresar en la UE habrá que dar alta prioridad a la liberalización de la cuenta de capital. En este sentido, destacaron que es necesario que la liberalización se realice ordenadamente y en la secuencia adecuada y que se dé preponderancia a la reestructuración del sector financiero. Asimismo, el Directorio destacó que es importante que los países de la UE mantengan, por su parte, regímenes abiertos de comercio que amplíen y ahonden las relaciones que sostienen con otros países en materia de comercio y de inversión. En cuanto al posible riesgo de que la volatilidad de los tipos de cambio a corto plazo pueda afectar a los países que tienen una estrecha vinculación comercial con la UEM o una deuda grande denominada en euros, los directores opinaron en general

que no es ésta una causa importante de preocupación porque probablemente se mantendrá firme la credibilidad en la política monetaria de la UEM.

Los directores mostraron sumo interés en seguir examinando la repercusiones de la UEM en el caso de la supervisión del FMI e indicaron que, en el cumplimiento de esta función en los países miembros que forman parte de la zona del euro, habrá que abordar en forma más explícita los posibles efectos secundarios, sobre todo en lo que se refiere a tratar de eliminar la rigidez estructural y mantener una orientación fiscal más estricta. Consideraron también que habrá que prestar una mayor atención a las repercusiones que puedan tener los cambios de la situación económica y financiera de la zona del euro en los países no pertenecientes a la UE y a las cuestiones relativas al sector financiero. En ciertos casos, la mayor integración de la economía mundial quizá signifique que conviene concentrar la atención en el régimen cambiario que se elige. Dado que la UEM y las normas de acceso a la UE limitan el marco, el diseño y las repercusiones de la política macroeconómica para los países que quieran ingresar a la UE, los directores convinieron en que el FMI podría ayudarlos en el ejercicio de su función de supervisión ofreciéndoles un adecuado asesoramiento acerca de las reformas estructurales y macroeconómicas complementarias, incluso acerca del establecimiento de un marco jurídico e institucional y de las medidas que pueden tomarse para aumentar la flexibilidad de los mercados.

#### *Unión Económica y Monetaria de África Occidental*

Los directores ejecutivos se reunieron en mayo de 1998, con el fin de examinar la intensificación de la supervisión en África entablando un diálogo oficial entre el FMI y las instituciones regionales de la UEMOA. El desempeño económico de los países miembros de la UEMOA ha mejorado después de la devaluación del franco CFA en enero de 1994; no obstante, los directores opinaron que el desempeño sólo seguirá siendo favorable si se aplica una política macroeconómica acertada y se profundizan las reformas estructurales. Destacaron que es importante seguir tratando de obtener inversiones, sobre todo privadas, porque se han mantenido bajas en relación con el PIB según los niveles en otros países en desarrollo.

El postergado reajuste de los tipos de cambio de 1994 ha contribuido a mejorar la posición competitiva de la región y ha producido una marcada intensificación del aumento del producto y de las exportaciones. Los directores observaron también que, si bien desde 1994 se ha notado una tendencia a la valorización del tipo de cambio real, la posición competitiva de la UEMOA sigue siendo adecuada en términos generales. Sin embargo, habría que seguir vigilando la evolución de los indicadores de competitividad. Por otra parte,

<sup>15</sup>El documento preparado por el personal fue publicado como R. Feldman y otros, *Impact of EMU on Selected Non-European Union Countries*, Occasional Paper 174 (Washington: FMI, 1998).

## Recuadro 9

**Conferencia sobre la transición**

El FMI organizó del 1 al 3 de febrero de 1999 una conferencia llamada "A Decade of Transition: Achievements and Challenges", sobre la transición en Europa central y oriental. En la reunión se analizó la experiencia acumulada en los diez años transcurridos hasta la fecha en materia de transición, con la idea de aprovecharla y plasmarla en medidas económicas y reformas más eficaces para un grupo cada vez más diverso de economías en transición.

El Director Gerente del FMI, Michel Camdessus, abrió la conferencia examinando el legado de estos últimos diez años de transición, considerando los planes para el futuro y destacando que es importante lograr el cumplimiento de las leyes, centrándose a continuación en las cuestiones que se plantearán en años venideros.

En la primera sesión se examinó lo acontecido en materia de inflación y crecimiento. En los países en transición de Europa se había logrado una enorme reducción de la inflación a principios de los años noventa, que permitió un sólido crecimiento del producto. Casi todas estas economías, sobre todo las de los países bálticos y de Europa central, habían seguido creciendo bien y, en la actualidad, enfrentan problemas seme-

jantes a los de las economías de mercado de ingreso mediano, aunque les queda todavía por delante una larga lista de reformas inconclusas. En todos los países en transición, el objetivo ha de ser la implantación de una buena gestión de gobierno en el terreno de la economía; en muchos de ellos el Estado no ha renunciado lo suficiente a intervenir en la actividad económica pero tampoco ha hecho todo lo necesario para garantizar la ley y el orden. Las tasas de crecimiento de las economías en transición de Asia (China, Mongolia, República Democrática Popular Lao y Vietnam) han sido superiores en general a las de los países de Europa central y oriental. El crecimiento ha sido más rápido en los sectores en que se han aplicado reformas de mayor alcance, sobre todo en la agricultura, y en estos países la situación de partida ha sido más favorable que en los de Europa, concretamente las dimensiones relativamente grandes del sector agrícola y los excedentes de mano de obra rural.

En la segunda sesión, dedicada a las reformas estructurales, los participantes llegaron a la conclusión de que la privatización ha mejorado en general el desempeño de las empresas a nivel financiero y de operaciones, pero la falta

de homogeneidad en la trayectoria (en especial en los países de la antigua Unión Soviética) ha planteado algunos interrogantes con respecto a los métodos y los resultados. Los oradores convinieron en que no hay alternativa para la privatización, y que el Estado ha de encauzar toda su energía para que sea más eficaz, por ejemplo, tratando de aumentar el capital y vender las empresas a inversionistas estratégicos. En cuanto a la reestructuración bancaria, se identificaron los tres pilares en que debe apoyarse para ser eficaz: buena gestión empresarial, competencia, y reglamentación y supervisión prudenciales. Estas dos últimas no son óptimas en los países de la región, pero sí pueden observarse varios rasgos comunes en los países que mejores resultados han obtenido, como una legislación eficaz en materia de acceso y salida de los bancos nacionales y extranjeros en la etapa de liberalización, y la participación de nuevos bancos comerciales privados. También pueden observarse algunas características comunes en los países que no han obtenido buenos resultados con la reforma del sector bancario, por ejemplo, falta de competencia, baja calidad de los activos, falta de experiencia específica en algunos sectores, alta participación del

varios directores reconocieron que la liberalización del comercio puede afectar adversamente la posición de la balanza de pagos de un país, efectos todos estos que influirán al evaluar la necesidad de prestar asistencia para la balanza de pagos en el contexto de un amplio programa de ajuste.

La política monetaria del Banco Central de los Estados de África Occidental (BCEAO) ha hecho su aporte a la estabilidad macroeconómica de la región, incluida la del vínculo del tipo de cambio, que sólo se ha modificado una vez desde 1948. Hubo acuerdo general acerca de las limitaciones que impone el régimen de tipo de cambio fijo a la política monetaria de la región y de la falta de posibilidades en cuanto a esta política a nivel nacional. Si bien los directores coincidieron en que los instrumentos indirectos de política monetaria que comenzaron a utilizarse a partir de 1993 parecen adecuados en términos generales, destacaron que es importante seguir tratando de aumentar su eficacia. Reconocieron también la función que cumplen los topes para el financiamiento monetario del Estado, así como

la necesidad de cumplirlos estrictamente en el contexto del saneamiento de las finanzas públicas.

El mejor funcionamiento del mercado interbancario regional, la adopción de un único acuerdo de licencia para los bancos de la Unión y una mayor competencia son factores que influirán beneficiosamente en la calidad de la intermediación financiera en la UEMOA. Los directores subrayaron de igual modo que es esencial mejorar el funcionamiento del sistema judicial. Aunque reconocieron que la calidad de la supervisión bancaria en la UEMOA es en general adecuada, recalcaron que habrá que completar con prontitud los programas de reestructuración bancaria que se han iniciado en varios países, y que los gobiernos deberán tratar de lograr la privatización total del sistema bancario y de elevar el coeficiente de capital al nivel internacional.

El Directorio respaldó las medidas tomadas por los países de la UEMOA para liberalizar el régimen de comercio de la región por medio de la adopción de un arancel exterior común, que entrará en plena vigencia en enero de 2000, y manifestó que sin duda ayudará a ele-



Estado en la propiedad, escasa concesión de préstamos a las empresas e inestabilidad del entorno macroeconómico.

En la tercera sesión se trató el asunto de la importancia de contar con instituciones que respalden una economía de mercado en los países en transición. Los oradores mencionaron que el total de la entrada de capital a los países en transición ha alcanzado un nivel significativo, y que el recurso al financiamiento excepcional en las primeras etapas ha dado paso a la entrada de inversión extranjera y otros flujos de capital, que sin duda se intensifican si hay un entorno jurídico y político propicio.

Los oradores mencionaron que cuando un país se encuentra en proceso de transición la función del Estado se modifica, y en el ajuste el primer paso es la terapia de choque, pero después viene lo más difícil: el lento proceso de ir creando nuevas instituciones, modificando los incentivos y reconfigurando cabalmente la función pública.

Se examinó también la economía sumergida que, en varios países de la antigua Unión Soviética podrían representar más del 40% del PIB total, mientras que en muchos otros llegaría a más del 20%. Dijeron los participantes que no son las elevadas tasas impositivas lo que impulsa

a las empresas a sumergirse, sino el exceso de normas discrecionales, el insuficiente respeto a la ley y el problema de la corrupción. Para romper este círculo en que la discrecionalidad de la reglamentación da lugar a la actividad oculta de las empresas, al descenso del ingreso público, al debilitamiento de las instituciones jurídicas y, en consecuencia, a un mayor número de casos de corrupción, los gobiernos tienen que reducir esa discrecionalidad, reformar su burocracia, simplificar y hacer cumplir las leyes, crear un poder judicial independiente y fomentar la transparencia y la rendición de cuentas al público.

La transición a una economía de mercado ha venido acompañada de un fuerte aumento de la desigualdad del ingreso, ya que el ingreso de los trabajadores autónomos y las rentas de la propiedad (tradicionalmente desiguales) representan ahora un porcentaje mayor del ingreso nacional; además, un segmento de los antiguos funcionarios estatales sigue desempleado y las transferencias sociales a veces no llegan a los pobres.

Al término de esta conferencia de tres días, quedó claro que la diversidad de la experiencia de las economías en transición en el terreno de la privatización, la desigualdad del ingreso y los requeri-

mientos institucionales era cada vez mayor (en parte debido a diferencias históricas y geográficas) y que, si bien se reconocía que hacía falta lograr la estabilización de la macroeconomía, esto no era más que un primer paso en el proceso de transición. La etapa siguiente y crucial para estos países es fortalecer —o crear— la infraestructura jurídica, fiscal y reglamentaria, así como los incentivos, que necesita una economía de mercado para funcionar.

Shigemitsu Sugisaki, Subdirector Gerente del FMI, resumió la conferencia destacando algunos temas principales:

- La estabilidad fiscal y monetaria es condición indispensable para lograr la transición.
- Un sector financiero sólido es un componente esencial de la estabilidad macroeconómica.
- La privatización es un elemento clave en la formación de una economía de mercado viable.
- Las medidas para corregir la desigualdad del ingreso son cada vez más importantes.
- Dentro del proceso de transición, lo más importante es la creación de instituciones que respalden una economía de mercado, tarea compleja y que absorbe mucho tiempo.

var el producto potencial de la Unión en su totalidad gracias a la mejora tanto de la productividad como de la competencia, y a la mayor integración de la región en la economía mundial. Los directores consideraron que los déficits en los ingresos públicos producidos por los intentos de liberalización del comercio, en especial la implantación del nuevo arancel exterior, tendrán que superarse primordialmente eliminando las exenciones impositivas y de derechos de aduana y procurando reforzar la recaudación y la administración de los impuestos.

Los directores mostraron su satisfacción por la labor emprendida para armonizar la tributación indirecta y adoptar un código de inversión común con el fin de eliminar, o al menos reducir sustancialmente, las exenciones a los derechos de aduana o al impuesto al valor agregado. Alentaron también a las autoridades para que continúen con otras actividades tendientes a mejorar el clima general para el sector empresarial.

El Directorio exhortó a los gobiernos a continuar promoviendo el desempeño económico para alcanzar la convergencia en el ámbito regional, de conformidad con las

disposiciones del tratado de la UEMOA. Aunque mencionaron el progreso logrado en los dos últimos años en la aplicación de estos criterios de convergencia en el equilibrio fiscal, el aporte nacional a la inversión pública y la reducción de los atrasos en los pagos, los directores instaron a ampliar la convergencia para promover la estabilidad y el crecimiento. Mostraron su satisfacción por el esfuerzo realizado en pro de la creación de un marco presupuestario común y un conjunto de indicadores económicos comparables, y destacaron que las mejoras logradas en cuanto a la presentación de datos puntuales y fiables sobre las cuentas nacionales, la deuda interna y la balanza de pagos permitían realizar una mejor supervisión.

### El caso de las economías en transición

En noviembre de 1998, el Directorio Ejecutivo examinó la evolución del crecimiento y la desinflación en las economías en transición. Los directores mencionaron que en estos países el grado de recuperación económica ha sido dispar y que se encuentran en distintas etapas de la transición (véase el recuadro 9). En el caso de varios

países bálticos y de Europa central se ha avanzado mucho en el proceso de transición gracias al progreso alcanzado en la reforma estructural, y sus dificultades y problemas económicos se van asemejando más y más a los que enfrentan las economías de mercado de ingreso mediano. Por otra parte, en la mayoría de los países de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) y en cierta medida de los de Europa sudoriental queda todavía por concretar un largo programa de reformas de mercado.

Los directores observaron que en algunos de los países bálticos y de Europa central —como Polonia, Hungría, Estonia y Letonia— la recuperación de la economía avanza con una celeridad superior a la prevista, con el riesgo consiguiente de que se produzca recalentamiento y surja una corriente inversa de flujos de capital. En el futuro, el crecimiento tendrá que depender más de la movilización del ahorro y de su eficiente intermediación por el sector financiero, y para ello el sistema bancario deberá contar con una base sólida. También será indispensable racionalizar, y quizá reducir, los programas sociales todavía costosos, pero asegurando al mismo tiempo la adopción de medidas adecuadas de protección social.

Con respecto a la CEI y un poco también en países de Europa sudoriental, las tareas que se tienen entre manos van desde la finalización de la privatización en gran escala y una decidida imposición de estrictos límites presupuestarios en Bulgaria (y aún más en Rumania) hasta poner en marcha enérgicamente la reforma en Belarús y Turkmenistán y reiniciarla en Uzbekistán. Es necesario persistir, sobre todo en el debido seguimiento en ciertas esferas de la reforma fiscal y del sector financiero. La privatización es un instrumento clave para lograr la eficiencia y seguir creciendo, pero sólo se llegará a esta meta si los países pueden imponer estrictos límites presupuestarios y establecen un marco jurídico que garantice la protección de los derechos de propiedad y el respeto del ordenamiento jurídico.

Los directores reconocieron que en muchas economías en transición se había logrado una rápida desinflación durante 1993–97, con un costo mínimo para el producto, gracias a las enérgicas medidas de estabilización que se habían tomado en una etapa relativamente temprana, antes de que arraigaran las expectativas inflacionarias. Se advierte todavía una cierta inercia en la inflación, atribuible a una limitada indexación de los salarios y los precios y a la rapidez con que se liberalizan estos últimos. La desinflación, a partir de un nivel de inflación alto, así como la escasa variación de la inflación, han mejorado las perspectivas de crecimiento a mediano plazo de las economías en transición.

Mencionaron los directores que el endurecimiento de las limitaciones presupuestarias, sumado a la independencia del banco central y a los límites más estrictos que se imponen al crédito otorgado por éste al sector público, constituyen el núcleo de las medidas de estabi-

lización. Aunque no hay una vinculación tan clara entre el desempeño fiscal y la desinflación a partir de niveles moderados de inflación, la política fiscal puede obstaculizar la desinflación si produce recalentamiento o pone en peligro la solvencia a largo plazo de las finanzas públicas. En este sentido, los directores recomendaron a los países que han logrado bajar la inflación que pongan en práctica las reformas estructurales para fortalecer su posición fiscal a largo plazo.

Algunos directores opinaron que, si bien la falta de anclas para la inflación no ha impedido que se produzca una desinflación rápida, seguir sin ellas podía terminar por exponer la política monetaria a presiones indebidas en una etapa ulterior de la transición, mientras que algunos otros pusieron en duda la pertinencia de fijar metas para la inflación en un contexto de transición. Los directores convinieron en que el riesgo de que la inflación vuelva a acelerarse puede minimizarse reformando las instituciones para que el banco central sea más independiente y la política monetaria más transparente.

En lo tocante a la función de las anclas monetarias, los directores acordaron que los vínculos de los tipos de cambio pudieron haber influido significativamente en la prolongación de la etapa de inflación moderada en algunos países. Algunos observaron asimismo que estos vínculos podían traer algunos inconvenientes, y señalaron en especial la volatilidad posiblemente mayor de los flujos de capital en los distintos tramos que han de recorrer estos países hasta convertirse en economías de mercado, mostrándose a favor de una cierta flexibilización en los acuerdos sobre el tipo de cambio. Por ejemplo, podría prestarse mayor atención a los costos y los beneficios de distintos sistemas cambiarios en el contexto de la situación macroeconómica general y la etapa de transición, incluido el tema de las estrategias de salida.

Una tasa de inflación baja y sostenida requiere asimismo que se establezca un sistema financiero sólido. De hecho, la inestabilidad financiera provocada por la debilidad de los sistemas bancarios es una explicación decisiva en los casos de recaídas en una inflación alta durante 1993–97.

Los directores indicaron su inquietud por las derivaciones de la crisis rusa, que llegó a su punto crítico en agosto de 1998. Esta crisis ha reforzado las enseñanzas que se pueden derivar de lo acontecido con el proceso de transición:

- Una reforma estructural orientada a afianzar los derechos de propiedad y consolidar la gestión de gobierno que quede inconclusa pone en peligro la sostenibilidad de la estabilización financiera.
- El costo de una reforma incompleta en términos de pérdida de producto y recrudescimiento de la inflación puede ser muy alto.

Los directores sugirieron que se tomen en cuenta estas consideraciones cuando se preparen los próximos programas que respalde el FMI.

En todos los países, resta cumplir todavía la tarea fundamental de consolidar la buena gestión de gobierno en el terreno de la economía, sobre todo en la CEI y en los países de Europa sudoriental. Aunque en muchos países el gobierno no ha dejado de intervenir en la actividad económica todo lo suficiente, puede que sí se haya retirado excesivamente en ciertos aspectos como la garantía del entorno de seguridad y el orden jurídico. Los fallos en la gestión de gobierno han de-

morado la reforma estructural y esto, a su vez, ha inhibido la recuperación económica y limitado el desarrollo de un sector empresarial nuevo y más dinámico. En materia de reforma estructural, los directores recalcaron que es indispensable forjar una cooperación estrecha entre el FMI y el Banco Mundial, para poder así apoyar en la forma más eficiente y armónica posible los esfuerzos en pro de la estabilización que realizan los países cuyas economías están en transición.

