

- 197  
Nuevos nombramientos en el FMI
- 198  
Programa de trabajo del Directorio del FMI
- 199  
Discurso de Fischer sobre Asia y el FMI
- 202  
Recuperación de la crisis en la RAE de Hong Kong
- 205  
Dicks-Mireaux habla sobre el buen gobierno
- 208  
Canjes de deuda
- 209  
Economías nacionales: Jamaica
- y ...
- 205  
Tasas del FMI
- 206  
Publicaciones recientes
- 207  
Uso del crédito del FMI
- 211  
Acuerdos del FMI
- 212  
Publicado en Internet



Anne O. Krueger



Gerd Häusler



Kenneth S. Rogoff



Timothy Geithner

## Nuevos nombramientos

### Köhler anuncia la designación de la Primera Subdirectora Gerente y de otros directivos

**E**l 7 de junio, Horst Köhler, Director Gerente del FMI, anunció la designación de la Primera Subdirectora Gerente y de tres directores de departamento. El texto completo, en inglés, del comunicado de prensa No. 01/27 puede consultarse en el sitio del FMI en Internet [www.imf.org](http://www.imf.org).

Horst Köhler propuso el nombramiento de Anne O. Krueger, distinguida economista internacional de la Universidad de Stanford y ex Vicepresidenta del Banco Mundial, para ocupar el cargo de Primera Subdirectora Gerente, sucediendo a Stanley Fischer, quien anunció su decisión de retirarse del FMI en unos meses (véase *Boletín del FMI*, 28 de mayo, pág. 167). Además, Köhler notificó al Directorio Ejecutivo su intención de nombrar a los directores del Departamento de Estudios, el Departamento de Elaboración y Examen de Políticas y el recientemente creado Departamento de Mercados Internacionales de Capital.

Gerd Häusler, ex presidente de la división de inversiones de Dresdner Bank AG y miembro del Consejo de Administración, sería el Consejero y Director del Departamento de Mercados Internacionales de Capital, creado a principios de año con el fin de consolidar una serie de funciones que previamente se dividían en tres departamentos (véase *Boletín del FMI*, 26 de marzo, pág. 85). Kenneth S. Rogoff, economista de la Universidad de Harvard y una autoridad en economía internacional, ocuparía el cargo de Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI, sucediendo a Michael Mussa.

Timothy Geithner, ex Subsecretario de Asuntos Internacionales del Tesoro de Estados Unidos y actualmente Investigador de Economía Internacional del Consejo de Relaciones Exteriores, asumiría la dirección del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas, en sustitución de Jack Boorman.

“Espero trabajar con estos cuatro sobresalientes profesionales”, afirmó Köhler. “La amplia pericia en economía, mercados internacionales de capital y elaboración de políticas a alto nivel de Anne Krueger, Gerd Häusler, Kenneth Rogoff y Timothy Geithner, aunada al talento de los funcionarios gerenciales y principales de nuestra institución, será un valioso aporte a la dirección del FMI para servir a nuestros países miembros y confrontar los retos de la economía global. Juntos, se apoyarán en las contribuciones de sus distinguidos predecesores Stanley Fischer, Michael Mussa y Jack Boorman. En un momento de cambios importantes en el FMI, confiamos en que contamos con el equipo más idóneo”.

Se espera que los nombramientos se hagan efectivos en los próximos dos o tres meses. El nombramiento de Anne Krueger, por un período de cinco años, requiere la aprobación del Directorio Ejecutivo.

*Anne O. Krueger*, de nacionalidad estadounidense, es Profesora de Humanidades y Ciencias del Departamento de Economía, Directora del Centro de Investigaciones sobre Desarrollo Económico y Reforma de Políticas e Investigadora de la Institución Hoover de la Universidad de Stanford. (Continúa en la pág. 198)

(Continuación de la pág. 197) Es Investigadora Distinguida y ex Presidenta de la Asociación Estadounidense de Economía, miembro de la Academia Nacional de Ciencias e Investigadora Asociada de la NBER (Dirección Nacional de Investigaciones Económicas) de Estados Unidos. Recibió numerosos premios y reconocimientos en economía, publicó un gran número de documentos relacionados con las instituciones financieras, el desarrollo económico, el comercio internacional y la función de las instituciones multilaterales en la economía internacional. Fue economista jefe en el Banco Mundial y dio cátedra en la Universidad de Duke y la Universidad de Minnesota. Obtuvo un doctorado en la Universidad de Wisconsin.

En su carácter de Primera Subdirectora Gerente, Krueger tendrá responsabilidades de amplio alcance en el FMI, entre ellas presidir las reuniones del Directorio Ejecutivo en ausencia del Director Gerente y ocuparse de cuestiones operativas y específicas de los países. Encabezará el equipo gerencial del FMI que dirige Köhler e incluye a los Subdirectores Gerentes Eduardo Aninat y Shigemitsu Sugisaki.

**Gerd Häusler**, alemán, es actualmente Asesor Principal en Asuntos Estratégicos de Deutsche Börse AG en Francfort. Cuenta con una amplia experiencia en los sectores público y privado, y fue Miembro del Directorio y Miembro del Consejo del Banco Central del Banco Federal de Alemania. Ocupó diversos cargos en el Banco Federal de Alemania, en los cuales se dedicó al análisis de los mercados internacionales de capital. Fue funcionario del Banco de Pagos Internacionales. En Dresdner Bank AG, Häusler supervisaba las activi-

dades de los mercados globales y era responsable de las operaciones en América del Norte, la región de Asia y el Pacífico, Australia y el Reino Unido. Fue Presidente de Dresdner Kleinwort Benson en Londres desde diciembre de 1997 hasta su renuncia al Grupo Dresdner en mayo de 2000.

Fue miembro de la Junta de Supervisión de ARBED S.A. en Luxemburgo y ESSO Deutschland GmbH, y miembro del Consejo de Administración de varias empresas alemanas. Häusler es también integrante del Grupo Asesor del Mercado Bursátil de Alemania, el Grupo Alemán de Adquisiciones de Empresas, el Comité Asesor Internacional del Banco de la Reserva Federal de Nueva York y el Grupo de los Treinta. Fue asimismo Director del Instituto de Finanzas Internacionales en Washington. Häusler estudió derecho y economía y se recibió en la Universidad de Francfort.

**Kenneth S. Rogoff**, estadounidense, publicó numerosos documentos sobre economía internacional, entre los que cabe destacar *Foundations of International Macroeconomics* en colaboración con Maurice Obstfeld. Ha sido Profesor de Economía de la Universidad de Harvard desde septiembre de 1999. Previamente dio cátedra en la Universidad de Princeton, la Universidad de California en Berkeley y la Universidad de Wisconsin-Madison. Fue miembro de la División de Finanzas Internacionales de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos y economista del Departamento de Estudios del FMI, además de ser consultor en el FMI y el Banco Mundial. Actualmente es Investigador Asociado de la NBER (Dirección Nacional de Investigaciones Económicas), jefe de redacción de *NBER Macroeconomics Annual*, y fue investigador Guggenheim. Obtuvo un doctorado en el MIT (Instituto Tecnológico de Massachusetts).

**Timothy Geithner**, estadounidense, ocupó altos cargos en el Tesoro de Estados Unidos de 1997 a 2001. De 1998 a 2001 fue el funcionario principal de asuntos económicos internacionales a nivel de subgabinete. Inició su carrera como funcionario público en el Tesoro de Estados Unidos en 1988, y ocupó diferentes cargos, entre ellos el de Agregado Financiero Asistente en la Embajada de Estados Unidos en Tokio. Antes de ingresar a esa entidad, trabajó en Kissinger Associates. Tiene una Maestría en Economía Internacional y Estudios sobre Asia Oriental de la Escuela Johns Hopkins de Estudios Internacionales Avanzados, y una Licenciatura en Administración Pública y Estudios Asiáticos de Dartmouth College. ■

### Declaración del Director Gerente sobre el programa de trabajo del Directorio

Por primera vez, el FMI publica la declaración del Director Gerente sobre el programa de trabajo del Directorio Ejecutivo, según un comunicado de prensa del 8 de junio. En este documento semestral se presenta el programa de deliberaciones del Directorio Ejecutivo durante el período que concluye con las Reuniones Anuales de las Juntas de Gobernadores del Grupo del Banco Mundial y del FMI en octubre de 2001. La declaración de Köhler puede consultarse, en inglés, en el sitio del FMI [www.imf.org](http://www.imf.org). Es el texto del comunicado de prensa No. 01/28.

El Directorio Ejecutivo, presidido por el Director Gerente, está integrado por 24 funcionarios nombrados o elegidos por los 183 países miembros del FMI. El Directorio se reúne con regularidad para evaluar la evolución económica a nivel nacional, regional y mundial, considerar asuntos relativos al sistema económico y financiero internacional y decidir sobre la concesión de préstamos a los países miembros.

Desde julio de 1999 se publica semestralmente resúmenes del programa de trabajo. El más reciente apareció como nota informativa No. 00/102.

Fotos: Página 197: Hoover Institution; Dresdner Bank AG; Jon Chase for Harvard University News, y Council on Foreign Relations. Denio Zara, Padraic Hughes, Pedro Márquez y Michael Spilotro, FMI, págs. 198–202, 205–206 y 211, respectivamente.

## Fischer se pregunta si las nuevas reformas del FMI pudieron haber atenuado la crisis de Asia

**E**l 1 de junio, Stanley Fischer, Primer Subdirector Gerente del FMI, dio un discurso en el Instituto de Estudios de Política sobre Asia y el FMI. A continuación se presentan fragmentos editados de su intervención. El texto completo, en inglés, puede consultarse en el sitio del FMI en Internet [www.imf.org](http://www.imf.org).

Tras la crisis de México y sobre todo tras las crisis de Asia y de Rusia, el FMI inició un período de reformas de gran alcance, que aún continúa. El objetivo es ayudarnos a evitar crisis cuando podamos hacerlo y a mitigar sus efectos cuando no podamos.

### Prevención de crisis

En sus esfuerzos de prevención de crisis, y ante el papel más importante que desempeña la cuenta de capital en las crisis financieras, el FMI respondió con medidas en tres esferas:

**La supervisión y el sector financiero.** El FMI intensificó el análisis de las políticas nacionales y los mercados internacionales, centrándose sobre todo en los incidentes que pueden dejar a un país vulnerable a una crisis. De todos los cambios que tuvieron lugar en el FMI en los últimos años, el más significativo es el aumento de la transparencia en ambos sentidos entre el FMI y el mundo exterior. La transparencia no sólo hace que los ciudadanos y los inversionistas estén mejor informados, sino que también alienta a las autoridades a fortalecer sus políticas y sus instituciones.

La estructura de la deuda externa y las deficiencias del sector financiero exacerbaron las crisis en la cuenta de capital. Nosotros hemos intensificado la supervisión de la vulnerabilidad externa mediante un análisis más minucioso de los balances nacionales, sobre todo de la deuda externa y las reservas, y de la solidez de los sistemas financieros, sobre todo mediante el programa de evaluación del sector financiero y apoyándonos en normas y códigos internacionales de conducta.

El nuevo Departamento de Mercados Internacionales de Capital es prueba de la creciente atención que está prestando el FMI a la supervisión de esos flujos financieros. Nuestra interacción con los mercados de capital cobró más fuerza, además, con la creación del Grupo Consultivo sobre los Mercados de Capital.

**Tipo de cambio y cuenta de capital.** En todas las crisis financieras importantes, desde la de México en 1994, tuvo que ver la existencia de un régimen de tipo de cambio fijo. No quiere decir esto que los regímenes flotantes sean suficientes para evitar las crisis, ni que las autoridades deban permanecer indiferentes ante el tipo de cambio o abstenerse de intervenir en los mercados. Si un país decide dejar flotar su moneda, debe decidir qué política monetaria va a seguir. La estrate-

gia de fijación de objetivos explícitos de inflación, que han escogido muchos conversos recientes, parece funcionar bien y tiene mucho de encomiable.

En lo que se refiere a la cuenta de capital, no es coincidencia que todas las economías más avanzadas tengan cuentas de capital abiertas. El FMI ha respaldado, con cautela, el uso de controles de mercado a las entradas de capital en algunos mercados emergentes. Parece ser que los controles han logrado dar cierta independencia temporal a la política monetaria y han modificado la composición de la afluencia de capital, evitando las deudas a corto plazo. Sin embargo, en la práctica se ha constatado que con el tiempo pierden eficacia.

Los controles de los capitales pueden parecer atractivos, sobre todo durante una crisis, pero casi todos los países más afectados por crisis se han resistido a la tentación de cerrarse al mundo. Las autoridades prefirieron abandonar los tipos de cambio fijos antes que la movilidad del capital, y estuvo bien que así lo hicieran.

**Reservas en moneda extranjera y líneas de crédito contingente.** El crecimiento de los flujos internacionales de capital ha cuestionado la manera en que evaluamos si son o no adecuadas las reservas de un país. En una época en que es más probable que las crisis surjan de la cuenta de capital y no de la cuenta corriente, cabe decir que los países con cuentas de capital abiertas necesitan reservas suficientes para cubrir sus deudas a corto plazo en lugar de tres o cuatro meses de importaciones. En la crisis de Asia, los países con reservas muy grandes pudieron evitar mejor lo peor de la crisis, en general, que los países con menos reservas.

Una fuente potencial de reservas complementarias es el servicio de líneas de crédito contingente que estableció recientemente el FMI para los países que puedan demostrar que aplican políticas acertadas pero que de todas maneras se sienten amenazados por el contagio.

### Respuesta ante las crisis

Describiré tres cambios recientes en la manera en que el FMI responde ante una crisis:

**Servicio de complementación de reservas (SCR).** Este servicio fue introducido a finales de 1997 para que el FMI pueda responder mejor a las crisis que tuvieron su origen en la cuenta de capital. Dada la necesidad potencialmente alta de financiamiento, no existen límites formales para acceder a los recursos del SCR, pero se aplican cargos mucho más altos y los períodos de reembolso son menores que en los acuerdos normales de derecho de giro.







**La crisis habría sido mucho menos virulenta si los tipos de cambio hubiesen flotado unos años antes de 1997. Pero los cambios habrían hecho una diferencia únicamente si hubiese sido posible persuadir a los gobiernos de actuar a tiempo.**

—Stanley Fischer

**Definición más estricta de la condicionalidad.** Pese a la importancia de las políticas estructurales en los países a los que otorgamos préstamos, en general se cree que nuestra condicionalidad ha sido en ocasiones muy amplia o muy restrictiva. Los programas de amplio alcance son más difíciles de monitorear para el FMI y más difíciles de aplicar por el país. Una excesiva condicionalidad puede impedir que el país sienta como propios los objetivos del programa. Nosotros procuramos centrar nuestra condicionalidad en las esferas clave de responsabilidad del FMI: las políticas monetaria, fiscal y cambiaria, y el sector financiero, y en las medidas estructurales que son cruciales para lograr los objetivos macroeconómicos de los programas.

**Participación del sector privado.** Este asunto sigue siendo uno de los más espinosos del programa de trabajo del FMI. El objetivo es asegurar que el sector privado contribuya a la resolución de crisis financieras proporcionando financiamiento en lugar de exacerbar la crisis tratando de retirar fondos en el mismo momento en que el sector público los está inyectando. Para decirlo de manera más gráfica, el sector público no debería salir al rescate del sector privado. El FMI procura confiar en el enfoque catalítico y en la participación voluntaria del sector privado en casos de acceso normal a los recursos de la institución y en casos de acceso excepcional en que es posible que la crisis se conjure rápidamente porque es una crisis de liquidez. Cuando no es viable la perspectiva de la balanza de pagos a mediano plazo sin una reestructuración de deudas, habrá que adoptar un enfoque coordinado para asegurar la participación del sector privado. En ciertos casos extremos, puede ser inevitable la suspensión temporal o la moratoria de pagos.

### ¿Qué ocurrió en Asia?

¿De qué manera habrían podido influir todos estos cambios en la crisis de Asia si ya hubiesen existido en 1996? No lo sabemos, pero, por ejemplo, si los tipos de cambio hubiesen sido flexibles, las monedas asiáticas se habrían apreciado a fines de 1996 menos de lo que lo hicieron a medida que se apreciaba el dólar. Las dificultades que confrontaron a principios de 1997 los países que después entraron en crisis se habrían mitigado, y probablemente habría sido menor la afluencia de capital. Además, ni Tailandia ni Corea habrían agotado sus reservas en divisas para defender el tipo de cambio.

Si hubiese habido más transparencia y las reservas hubiesen cumplido con las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD) del FMI, se habría sabido mucho más sobre la situación de las reservas y los países no se habrían visto obligados a utilizarlas, sino a tomar otras medidas con mayor antelación, para evitar la depreciación de sus monedas. Y se habría conocido mejor la composición de las deudas externas. Eso habría interrumpido mucho antes la

afluencia de capital y, por lo tanto, habría causado menos perturbaciones.

Si se hubiese prestado más atención a la salud del sistema financiero, se habrían podido tomar medidas para fortalecer a las instituciones débiles, evitando o reduciendo el respaldo a la liquidez en todos los países que entraron en crisis. También se habría podido detectar el deterioro de las finanzas empresariales.

Por último, si el FMI hubiese ejercido una supervisión más estricta y hubiese estado más atento a lo que ocurría en los mercados, el ataque financiero a Corea habría hecho sonar las señales de alarma uno o dos meses antes de noviembre de 1997 y quizá se habría podido persuadir al gobierno coreano de dejar flotar su moneda antes de lo que lo hizo. En Tailandia, los resultados habrían sido diferentes si hubiésemos podido informar a los mercados sobre nuestro diálogo cada vez más urgente con las autoridades antes de la crisis.

Tal vez todo esto signifique que habría sido posible un ajuste para mitigar —o incluso evitar— la crisis, si se hubiesen tomado medidas preventivas en 1996. Creo que esta crisis habría sido mucho menos virulenta si los tipos de cambio hubiesen flotado unos años antes de 1997. Pero *los cambios habrían hecho una diferencia únicamente si hubiese sido posible persuadir a los gobiernos de actuar a tiempo.* No se sabe qué habría pasado. Después de todo, muchas de las señales de advertencia ya estaban presentes antes de la crisis: se alertó a los gobiernos sobre algunas, pero otras debieron haber sido conocidas para los gobiernos (incluidos los bancos centrales) aunque no fueran de dominio público.

¿Por qué no actuaron los gobiernos? Es difícil saberlo. Quizá los muchos años de éxito les dieron un falso sentido de seguridad. O ya habían oído antes muchas advertencias de desastres que no se concretaron. Algunos gobiernos eran políticamente débiles. Otros estaban atrapados en un síndrome conocido en el que la paridad cambiaria adquiere tal significación política que trasciende su importancia económica. Y algunos debieron haber pensado que cualquier cosa que hicieran precipitaría la crisis que estaban tratando de evitar.

La interacción entre la política y la economía en cualquier crisis económica queda demostrada por el hecho de que en los tres programas respaldados por el FMI en Asia en 1997–98, la economía se puso en marcha sólo después de un cambio de gobierno: primero en Tailandia, luego en Corea y por último, con los mayores disturbios, en Indonesia en mayo de 1998.

Ahora bien, ¿qué habría pasado si las crisis hubieran llegado —exactamente como lo hicieron— al punto en que los países solicitaran asistencia al FMI, pero ya se hubiesen implementado los cambios en las maneras de responder a las crisis? En primer lugar, se habría centrado más la condicionalidad en la macro-

economía, el tipo de cambio y la reestructuración del sector financiero. En el frente macroeconómico, probablemente no habríamos exigido que se adoptara una política fiscal tan restrictiva como lo hicimos en un principio, aunque esa solicitud se revirtió rápidamente en el caso de Tailandia y de otros países.

En el frente estructural, con toda seguridad habríamos insistido en que se avanzara rápidamente con la reestructuración del sector financiero. Y habríamos intensificado la colaboración con el Banco Mundial para lograr un avance más rápido en la reestructuración de las empresas. Esto quiere decir que la condicionalidad estructural básica de los programas respaldados por el FMI no habría sido diferente, aunque se habrían probablemente omitido algunos cambios convenientes, pero no cruciales, de los programas.

Con toda probabilidad habríamos tratado de hacer participar al sector privado más rápidamente en todos los casos —eso habría ahorrado unas semanas a Corea y unos meses y algunos sacrificios en Indonesia y Tailandia— y habríamos tenido listos los sistemas de supervisión de deudas. Si hubiese existido el SCR, habríamos sugerido ponerlo a disposición de Tailandia. Todo esto significa que las salidas de capital habrían podido contenerse mejor y que los tipos de cambio se habrían podido estabilizar más rápidamente.

En pocas palabras, con los métodos con los que contamos hoy para responder ante una crisis, nos habríamos manejado mejor. Sin embargo, hay otro “pero”. *Las medidas estructurales básicas en los países asiáticos que entraron en crisis implicaban la reestructuración de los sectores financiero y empresarial. Éstos siguen siendo los componentes principales de la política económica y resulta muy difícil para los gobiernos afectados poner en práctica plenamente esas reformas.* Es poco probable, entonces, que se hubiera podido implementar mejor la condicionalidad, aunque se hubiese centrado en esas medidas clave. Los gobiernos de los países en crisis no son los únicos renuentes a acelerar las reformas del sector financiero: los gobiernos de todo el mundo se toman su tiempo para implementar cambios estructurales tan difíciles desde el punto de vista político, ya sea en Japón hoy en día, en Rusia en los últimos años o en Estados Unidos durante la crisis de las asociaciones de ahorro y préstamo de los ochenta. Sin embargo, es urgente actuar con determinación en esos frentes.

### Asia y el FMI: De cara al futuro

Tras la crisis, los países asiáticos están tratando de instaurar nuevos mecanismos regionales financieros y cambiarios. Nos parece conveniente la cooperación regional, aunque llevará muchos años —quizá tantos como en Europa— para que dé frutos.

El FMI está dispuesto a cooperar plenamente para ayudar a que estos mecanismos regionales sean más eficaces, por ejemplo, asistiendo en el proceso de supervisión y colaborando en los mecanismos finan-

cieros dentro del marco de la ASEAN (Asociación de Naciones del Asia Sudoriental) + 3 (China, Japón y Corea), donde la activación de préstamos más allá del 10% de las líneas acordadas tendrá lugar en el contexto de programas respaldados por el FMI. Y podrán aplicarse las lecciones recogidas de las crisis recientes al negociar los programas.

La subrepresentación de Asia en las cuotas del FMI es un verdadero problema, aunque recientemente mitigado en parte al incrementarse la cuota de China para reflejar la devolución de la RAE de Hong Kong. Por otra parte, rara vez se vota en el Directorio Ejecutivo del FMI y la eficacia de los directores depende más de su capacidad de persuasión que del número de votos. Asia ocupa 5 de los 24 asientos del Directorio (Japón, China y las jurisdicciones encabezadas respectivamente por India, Indonesia y Australia/Corea). Si se ha de oír la voz de Asia, es importante que ocupen estos lugares los candidatos de la mayor calidad posible, y que los países que representan asuman un verdadero interés en los asuntos que se tratan en el Directorio y procuren adoptar posiciones independientes sobre los aspectos de mayor relevancia. Japón, nuestro segundo miembro más importante, siempre tiene gran peso en la conducción de los asuntos de la institución.

Dado que el Directorio Ejecutivo prefiere claramente la toma de decisiones por consenso y no por el número de votos, los directores con posturas coherentes y capacidad de presentarlas ven sus opiniones reflejadas en la posición que asume el FMI.

También es importante que el FMI contrate más funcionarios de países asiáticos que no estén suficientemente representados. Esto parece ser más un problema de oferta que de demanda, porque el FMI está siempre en busca de candidatos con las debidas calificaciones. Muchos países de otras regiones, y algunos de Asia, consideran que un puesto de trabajo en el FMI de un ciudadano durante algunos años es una importante forma de desarrollar el capital humano que sus gobiernos necesitan.

El FMI no sería una institución verdaderamente mundial si Asia no participa plenamente. Creo que Asia necesita al FMI si ha de seguir beneficiándose, como lo ha hecho de forma tan espectacular en estos años de la integración en la economía global. Por un lado, queda mucho por hacer después de la crisis, entre otras cosas, reducir la volatilidad de los flujos internacionales de capital, una aspecto éste en los que aún nos queda mucho por avanzar. Por otro lado, si bien nos hemos concentrado implícitamente en las economías con mercados emergentes, tenemos que asegurarnos de que los países de Asia y otras regiones que aún no lo han hecho disfruten de los beneficios de la globalización.

En resumen: el FMI tiene mucho que hacer en Asia, pero también es mucho lo que tienen que hacer los países asiáticos dentro del FMI. ■

## La solidez de los fundamentos y políticas de la RAE de Hong Kong permitieron superar la crisis

La crisis asiática afectó severamente a la Región Administrativa Especial de Hong Kong, pese a la solidez de sus fundamentos económicos. Hong Kong, que es una economía abierta, sufrió un doloroso ajuste económico y financiero, con períodos de intensa presión sobre su régimen de caja de conversión. De conformidad con ese mecanismo, el ajuste se hizo en forma de una acusada deflación del precio de los activos, recesión y un desempleo sin precedentes.

Pero la economía de Hong Kong demostró una notable capacidad de recuperación, y emergió de la crisis con relativa rapidez, gracias en gran parte a la hábil conducción de la economía que demostraron las autoridades. Para mitigar el impacto de los embates externos, las autoridades aplicaron diversas medidas, entre ellas reformas estructurales, para estimular la competitividad y las perspectivas a largo plazo. Contribuyeron a la recuperación la solidez de los fundamentos económicos: la excelente posición del balance de bancos y empresas, la solidez de las finanzas públicas y el marco de regulación y supervisión, los notables antecedentes en materia de política y la flexibilidad de los mercados. Todo ello, junto con la aplicación oportuna de medidas de política, permitió reducir al mínimo el costo del ajuste asociado con el tipo de cambio fijo.

### Contagio y crisis financiera

La excepcional apertura de la economía de Hong Kong —incluso de sus cuentas de capital y sus considerables flujos financieros transfronterizos, así como su destacada posición como centro financiero, empresarial y comercial de la región— la dejó expuesta a la conmoción financiera que comenzó en Tailandia a mediados de 1997 y se expandió rápidamente a toda la región. El dólar de Hong Kong, que mantiene una paridad con el de EE.UU., se vio repetidamente sujeto a ataques especulativos entre 1997 y 1998. En cada caso, las autoridades impusieron restricciones a la liquidez e incrementaron fuertemente las tasas de interés, lo que permitió revertir rápidamente la salida de capitales, como era de esperarse en un régimen de tipo de cambio vinculado. Pero esos ataques intermitentes dejaron su marca —la prima de riesgo permaneció en niveles elevados, se incrementó la volatilidad del mercado financiero y se deflactaron los precios de los activos— afectando la economía real, incluso los sectores bancario y empresarial.

El primer ataque importante a los mercados financieros ocurrió en octubre de 1997. Los especuladores iniciaron una masiva venta de dólares de Hong Kong después de la flotación del nuevo dólar de Taiwan. En respuesta, se dispararon las tasas de interés a corto plazo, lo que tuvo un fuerte impacto en el mercado de valores. La bolsa de valores de Hong Kong cayó más

de un 10% en un solo día, pero la decisión de elevar marcadamente las tasas de interés a corto plazo contribuyó a detener la salida de capitales especulativos, disminuyendo la presión sobre la moneda.

Después del ataque de octubre de 1997, sin embargo, la situación del mercado financiero continuó siendo volátil. En varias oportunidades, la moneda se vio sujeta a renovadas presiones al deteriorarse notablemente la actitud del mercado frente a la región (en momentos en que Indonesia y Corea requerían medidas de rescate y se debilitaban las perspectivas económicas de China continental) y al aumentar la preocupación por una devaluación del renminbi. Como resultado, el diferencial en la tasa de interés a un mes entre el dólar de Hong Kong y el dólar estadounidense se amplió a un promedio de 230 puntos básicos en el primer semestre de 1998, en comparación con 20 puntos básicos en el mismo período de 1997. Los precios de los activos también continuaron disminuyendo y el rápido deterioro de la situación externa se transfirió a la economía real.

El régimen cambiario volvió a experimentar presiones —las mayores desde octubre de 1997— en agosto de 1998, cuando se intensificó a nivel internacional la turbulencia de los mercados. Se desplomaron los precios de las acciones y de los futuros, y el mercado bursátil cayó casi un 25% en comparación con el nivel alcanzado a mediados de julio. Cuando los especuladores tomaron posiciones cortas en los mercados de acciones y futuros y con respecto al dólar de Hong Kong, las tasas de interés aumentaron y se mantuvieron elevadas por espacio de varias semanas.

Posteriormente se estabilizó la situación del mercado, a lo que también contribuyeron la evolución favorable de los mercados internacionales y las mejores perspectivas económicas de la región. Para fines del año había virtualmente desaparecido la prima de riesgo, y se incrementaron las reservas de divisas de la Autoridad Monetaria de Hong Kong.

### Ajuste económico y recuperación

El rápido deterioro de la situación externa, el aumento de las tasas de interés y la apreciación real del dólar de Hong Kong tuvieron efectos en la economía real, desacelerando mucho la actividad económica y deflactando la burbuja de precios de los activos que se había producido en 1997. El crecimiento del PIB real se tornó negativo en el cuarto trimestre, y un trimestre después la economía entraba en una recesión que habría de prolongarse por espacio de cinco trimestres completos. En 1998, la economía experimentó la primera contracción anual en más de tres décadas, y el desempleo se incrementó a niveles sin precedentes.



Como el valor del dólar de Hong Kong es fijo frente al dólar de Estados Unidos, el ajuste y el restablecimiento de la competitividad externa tuvieron que realizarse a través de la deflación de precios y costos e incrementos en la productividad. El ajuste se llevó a cabo rápidamente, reflejando la flexibilidad subyacente en la economía. Los precios de los activos se ajustaron de inmediato, cuando las mayores tasas de interés y la incertidumbre de las perspectivas hicieron estallar la burbuja de los precios de los activos. Para mediados de 1998, los precios de los bienes raíces habían disminuido alrededor de un 40% con respecto a su nivel máximo de un año antes.

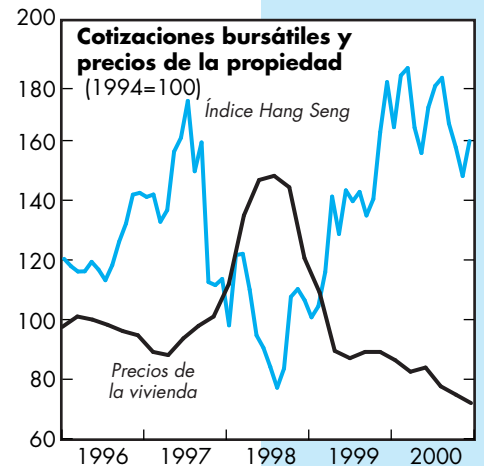
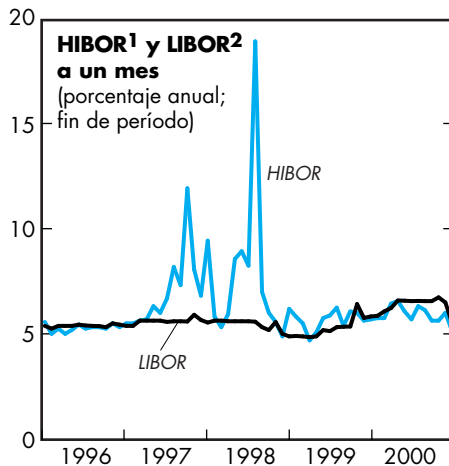
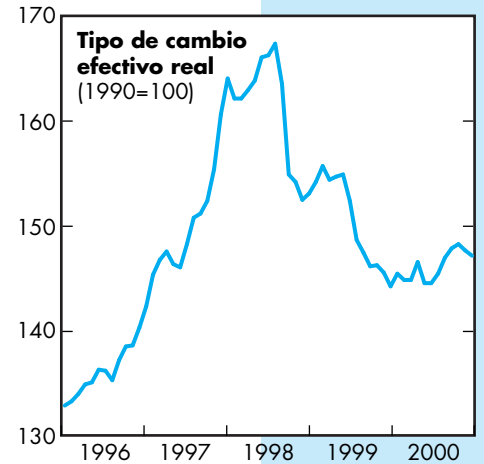
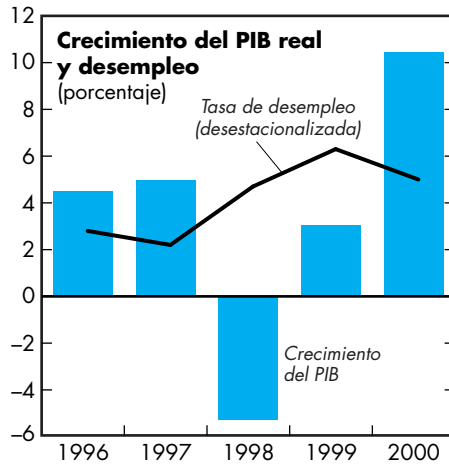
La deflación de activos y precios y la debilidad de la economía afectaron a los precios al consumidor y a los precios de los factores, haciendo que la inflación se tornara negativa aproximadamente a mediados de 1998. Los alquileres se ajustaron con cierto desfase con respecto a la corrección de los precios de los bienes raíces debido al gran número de contratos de alquiler de dos a tres años, pero disminuyeron sensiblemente desde el nivel máximo registrado a mediados de 1998. Si bien el costo de la mano de obra se ajustó más lentamente, lo hizo en forma moderada, principalmente mediante mayores despidos, un crecimiento más lento de los salarios y un fuerte corte en las gratificaciones. Los despidos afectaron principalmente a los trabajadores no calificados, como consecuencia de los esfuerzos de las empresas por racionalizar sus operaciones con el fin de lograr una mayor productividad. Para fines de 1999, en términos reales la moneda había revertido la totalidad de la sobrevaluación resultante de la crisis asiática, a lo que contribuyeron los menores precios internos y la apreciación del yen y otras monedas regionales, y el tipo de cambio efectivo real volvió a niveles previos a la crisis.

En el primer semestre de 1999 comenzaron a vislumbrarse señales de recuperación. Inicialmente, éstas se observaron en los mercados de activos, con fuertes alzas en la cotización de las acciones impulsadas en parte por la afluencia de capitales extranjeros, una marcada disminución de la prima de riesgo, y la estabilización de los precios de los bienes raíces. El afianzamiento del mercado sentó las bases de una recuperación del sector real. En un primer momento, dicha recuperación se debió a las exportaciones como consecuencia del repunte de la economía regional, a lo que luego se sumó el consumo privado y con el tiempo, la

inversión. Si bien la tasa de desempleo disminuyó gradualmente desde su nivel máximo de mediados de 1999, todavía se mantiene por encima de los niveles anteriores a la crisis. Al estabilizarse la economía, el gobierno actuó con prudencia y abandonó la política fiscal expansionista con el fin de lograr un presupuesto equilibrado en el mediano plazo.

Sin embargo, los precios internos siguieron ajustándose a la baja. Si bien la deflación comenzó a reducirse

**RAE de Hong Kong: Indicadores económicos, 1996-2000**



<sup>1</sup>HIBOR es la tasa interbancaria de oferta de Hong Kong.  
<sup>2</sup>LIBOR es la tasa interbancaria de oferta de Londres.

Datos: Autoridades de la RAE de Hong Kong y estimaciones de funcionarios del FMI.

a partir de mediados de 2000 como consecuencia de la fuerte recuperación, la continuada declinación de los precios al consumidor reflejó en gran medida la reacción desfasada de los alquileres residenciales ante la corrección del precio de los bienes raíces y la deflación importada de China continental. Los precios ya han disminuido por espacio de 30 meses consecutivos, retornando a los niveles de 1996.

**Respuesta de las autoridades**

Como el régimen de caja de conversión impide el uso del tipo de cambio o la tasa de interés para proteger a la economía de las conmociones externas, la política fiscal debió soportar la carga del ajuste. A mediados

de 1998, las autoridades anunciaron un importante conjunto de medidas destinadas a fortalecer la confianza y mitigar el impacto de la crisis sobre la economía y el mercado inmobiliario.

El presupuesto para 1998 contempló una expansión fiscal temporal mediante concesiones tributarias y aumento del gasto, que incluyó nuevos programas de generación de empleos y readiestramiento. También se adoptaron medidas para detener la caída de los precios de los bienes raíces, suspendiendo las ventas de tierras del gobierno, reduciendo progresivamente la construcción de unidades de vivienda públicas y eliminando o suspendiendo varias medidas destinadas a contener la especulación en bienes raíces. Para mejorar las condiciones de crédito y liquidez, las autoridades eximieron a las sociedades del pago de impuestos sobre los intereses por depósitos en el país, con el fin de estimular la repatriación de fondos depositados en el exterior. Estas medidas, junto con las menores proyecciones de ingresos, condujeron a un fuerte deterioro del presupuesto.

El ataque especulativo de agosto de 1998 hizo que las autoridades adoptaran un conjunto de medidas más decisivas, aunque no ortodoxas. Sospechando una manipulación de los mercados por un grupo de grandes inversionistas y temiendo la erosión de la confianza en los mercados financieros, las autoridades intervinieron directamente en los mercados de acciones y futuros, y adquirieron HK\$118.000 millones (US\$15.000 millones) en acciones, equivalentes a más del 130% del volumen de ventas del mes de julio, parte de lo cual se financió con la venta de activos en moneda extranjera del gobierno.

La intervención poco ortodoxa de las autoridades en el mercado de valores suscitó el temor de que ello pudiera indicar el abandono del tradicional enfoque no intervencionista del gobierno, socavando de esta manera el funcionamiento del mercado de valores y la posición de la RAE Hong Kong como uno de los principales centros financieros internacionales. Las autoridades rápidamente se hicieron eco de ese temor, y anunciaron que el gobierno se desprendería, en forma ordenada y transparente, de las tenencias de acciones que había adquirido durante la intervención. Inmediatamente, procuraron asesoramiento profesional externo y crearon una empresa independiente para administrar y negociar una estrategia transparente de liquidación de las acciones en manos del gobierno. Asimismo, anunciaron que reducirían sus tenencias de acciones a un 5% de los activos totales del gobierno. En noviembre de 1999 crearon el Tracker Fund, fondo que sigue la evolución del índice Hang Seng (reflejo de todo el mercado), a través del cual se vendió el 18% de las tenencias de acciones del gobierno (US\$4.000 millones) en la oferta pública inicial. La desinversión en acciones avanzó sin contratiempos. Hasta ahora se vendió alrededor de un tercio de las tenencias del gobierno con una buena utilidad.

Poco después de la intervención de agosto de 1998, las autoridades también pusieron en práctica una serie de reformas destinadas a fortalecer la transparencia y

el funcionamiento del sistema cambiario. Las mismas incluyeron el anuncio formal de que la Autoridad Monetaria de Hong Kong convertiría todos los saldos de compensación bancaria a dólares de Estados Unidos a la tasa fija de HK\$7,8 y crearía un servicio de redescuento. Estas medidas tenían por objeto corregir las características operativas que habían estimulado la volatilidad de las tasas de interés en el mercado interbancario.

Las autoridades introdujeron varias reformas destinadas a dar mayor transparencia y mejorar el funcionamiento del mercado de valores, y aumentar el costo de la especulación. Se adoptaron de esa manera normas más estrictas para las ventas en descubierto y la liquidación de operaciones y un aumento de los requisitos de garantía para los inversionistas que mantienen grandes posiciones en descubierto en el mercado de futuros; una más amplia divulgación de datos; mayores penalidades por tráfico o declaración ilegal, y una supervisión más estricta a través de la coordinación entre los organismos regulatorios.

Como parte de la nueva arquitectura financiera internacional, las autoridades también insistieron en la imposición de requisitos más estrictos sobre la divulgación de información de instituciones con alto grado de apalancamiento. Su preocupación obedece al impacto potencialmente desestabilizador que pueden tener esos inversionistas en los mercados de mediano tamaño, como lo es la RAE de Hong Kong. Si bien se ha logrado cierto avance, las autoridades de la RAE de Hong Kong consideran que estas medidas no son suficientes para resolver sus inquietudes y preferirían que hubiese una transparencia aún mayor.

### Mirando hacia el futuro

Si bien el mercado financiero volvió a estabilizarse y la economía logró una notable recuperación, el gobierno ha continuado las reformas —particularmente en el mercado financiero— con el fin de afirmar la posición de la RAE de Hong Kong como centro financiero mundial en un entorno global cada vez más competitivo.

Si bien las perspectivas a corto plazo se ven ensombrecidas por la desaceleración mundial, a mediano plazo son muy favorables. La economía enfrentará importantes desafíos estructurales —en gran parte como consecuencia de la posible incorporación de China continental a la Organización Mundial del Comercio—, pero la rápida y tranquila restitución de la RAE de Hong Kong a la soberanía china (1 de julio de 1997) y la vigorosa recuperación después de la crisis financiera asiática han demostrado una vez más el notable vigor y capacidad de recuperación de Hong Kong frente a los cambios y las conmociones externas adversas. La economía sigue adaptándose con rapidez y flexibilidad, apoyándose en su reputación como una de las economías más transparente, abierta y administrada con eficiencia. ■

Jeanne Gobat  
Departamento de Asia y el Pacífico, FMI



## El buen gobierno se considera esencial; el FMI hace hincapié en evitar la corrupción

**E**l 14 de febrero, el Directorio Ejecutivo del FMI pasó revista a la experiencia acumulada por la institución en materia de buen gobierno desde 1997, año en que emitió una nota sobre el tema. El debate en el Directorio se basó en un estudio de antecedentes preparado por un equipo de técnicos de la División de Cuestiones de Desarrollo del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas del FMI. Esa labor fue coordinada por Louis Dicks-Mireaux, Subjefe de la referida división, quien en la presente entrevista se refiere a la creciente comprensión de la importancia de una adecuada gestión pública a los efectos de la estabilidad y el crecimiento macroeconómicos, y a la experiencia adquirida por el FMI en la materia en el contexto de la labor que realiza con los países miembros.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Qué llevó al FMI a emitir una nota sobre el buen gobierno en 1997? ¿Qué se esperaba lograr con el reciente análisis de la experiencia del FMI en materia de gestión pública?

**DICKS-MIREAUX:** La nota, que fue precedida por una serie de debates en el Directorio Ejecutivo en 1996, surgió del creciente reconocimiento —tanto en el diálogo de nuestra institución con los países como en los estudios empíricos— de la importancia del buen gobierno a los efectos de la estabilidad y el crecimiento macroeconómicos. En nuestra labor tropezábamos cada vez con mayor frecuencia con temas de la gestión pública, y tuvimos la sensación de que necesitábamos un marco operacional.

En las etapas iniciales, en el FMI —y el resto de la comunidad internacional— fuimos probando el terreno, lo que se refleja en el contenido bastante general de esa nota, en que se recomendaba un enfoque más amplio y dinámico a la gestión pública, pero también exámenes periódicos de evaluación de nuestra experiencia. El examen realizado a principios de este año y considerado en el Directorio Ejecutivo del FMI en febrero fue

el primero de su género. El Directorio Ejecutivo se manifestó satisfecho con la labor que habíamos venido realizando y dio pautas para seguir avanzando. Además respaldó el enfoque adoptado por la institución a través de planes de fomento del buen gobierno en los países miembros y medidas específicas tendientes a corregir casos especiales de inadecuada gestión y corrupción. Para seguir avanzando, la prevención debe ser un componente medular de la estrategia del FMI en materia de gobernanza.

Al preparar el estudio de antecedentes para el examen, los técnicos del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas analizaron el tema de la gobernanza en el contexto de las actividades de supervisión y programas del FMI. En materia de supervisión examinamos en qué medida los temas de la gobernanza se reflejaban en el resumen del Directorio sobre los análisis económicos de países. Desde el punto de vista de los programas consideramos, más específicamente, la utilización de la condicionalidad. En conjunto, comprobamos que se hacía hincapié, en forma generalizada, en temas referentes al buen gobierno.

Sin embargo, comprobamos también que, en conjunto, el entorno en que estos temas se conciben y consideran había variado radicalmente desde 1997. A nivel internacional prácticamente todas las instituciones multilaterales poseen directrices al respecto; el fomento de una adecuada gestión se ha convertido en un elemento cardinal de su labor. A nivel nacional es cada vez más frecuente que las autoridades públicas reconozcan en forma expresa la necesidad de una adecuada gestión. A nivel de bases también se prestaba atención al tema. Todo esto creó un entorno propicio para tener en cuenta la gobernanza, así como una mayor aceptación de la misma. Los temas del buen gobierno ya no se consideran como una imposición externa ni la reacción ante los mismos se limita a la frase “lo que sucede es que usted no entiende”. Todos admiten el carácter esencial de una adecuada gestión.

Ciertos hechos han contribuido también a llevar a primer plano el tema de la gobernanza; notablemente la crisis financiera asiática, que suscitó varias reformas, y la Iniciativa para los países pobres muy endeudados (PPME), que mostró la necesidad de reforzar el vínculo entre alivio del servicio de la deuda y reducción de la pobreza. Gran parte de la asistencia técnica del FMI se ha orientado a los mercados financieros y a la gestión de los recursos del sector público. Existe una renovada disposición de hacer frente abiertamente a los



*Dicks-Mireaux: “A nivel nacional es cada más frecuente que las autoridades públicas reconozcan en forma expresa la necesidad de una adecuada gestión”.*

### Tasas del FMI

Semana del	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
11 de junio	3,53	3,53	4,15
18 de junio	3,49	3,49	4,10

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

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

Datos: FMI, Departamento de Tesorería



problemas de la gestión pública, darles carácter prioritario y concebirlos, como lo hace el FMI, como un medio de lograr la estabilidad macroeconómica.

**BOLETÍN DEL FMI:** El FMI tiene el mandato de promover la estabilidad macroeconómica y fomentar un crecimiento no inflacionario. ¿Cómo determina si un aspecto de la gobernanza influye sobre la estabilidad macroeconómica?

DICKS-MIREAUX: En la nota de 1997 se señalaba, en términos bastante generales, que podían plantearse problemas de gobernanza siempre que revistieran considerable importancia macroeconómica a corto o mediano plazo. No obstante, puede ser difícil establecer una distinción nítida a ese respecto. Las reformas de mercado de las economías en transición constituyen un ejemplo elocuente. Esas reformas no siempre producen grandes beneficios macroeconómicos —ciertamente ello no ocurre en los primeros años— pero es muy importante lograr un crecimiento económico sostenible.

En el presente año el Directorio dedicó mucho tiempo a determinar en qué casos el FMI debe ocuparse de temas de buen gobierno, pero nadie trató de relacionar la cuestión con un punto de referencia preciso, macroeconómicamente significativo; por ejemplo, un “x”% del PIB. El Directorio señaló, sí, que cuando estos temas formen parte del asesoramiento de política económica que brinda el FMI deben expresarse claramente las razones que llevan al FMI a tenerlos en cuenta. El Directorio tiene luego la oportunidad de decir: “sí, creemos que es lo que corresponde”, o “quizá no debamos participar tanto”.

Un resultado útil e importante del reciente análisis consiste en la aseveración del Directorio de que si bien

por ahora no es posible establecer directrices precisas, el FMI debería hacer saber claramente a todos —el público, los críticos, los escépticos, y quienes creen que nos estamos apartando demasiado de nuestro mandato— por qué nos ocupamos del tema. El Directorio encomendó también a los técnicos de la institución que sigan examinando los vínculos entre gobernanza y crecimiento económico.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Por qué el análisis de gobernanza es una consecuencia de la revisión de la condicionalidad del FMI?

DICKS-MIREAUX: La revisión de la condicionalidad tiende a la búsqueda de una condicionalidad más eficaz, mejor centrada y más ágil. Esto hace que la gobernanza deba revestir decisiva importancia para que figure en nuestro régimen de condicionalidad. Por otra parte, si es preciso recurrir a otras entidades poseedoras de la experiencia técnica especializada necesaria. Sí, por ejemplo, un país tiene demasiados funcionarios públicos y escasos recursos financieros, los salarios de esos empleados pueden ser bajos, y puede haber mayores incentivos al soborno. Es importante corregir ese problema, por lo cual recurriríamos al Banco Mundial. En este contexto, en los países de bajo ingreso cabe prever que los procesos del servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza (SCLP) y los documentos de estrategia de lucha contra la pobreza (DELP) refuercen en gran medida la coordinación entre el FMI y el Banco Mundial. Análogamente, mediante el debate del Banco sobre su labor con los países de ingreso medio probablemente habrá una mejor preparación cuando sea necesario realizar estudios de antecedentes o diagnósticos para esos países.

## Publicaciones recientes

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

- 01/57: *Intrahousehold Allocation of Resources—The Bolivian Family*, Gabriela Inchauste
- 01/63: *Domestic Bank Regulation and Financial Crises—Theory and Empirical Evidence from East Asia*, Robert Dekle y Kenneth M. Kletzer
- 01/65: *Intergovernmental Relations and Fiscal Discipline—Between Commons and Soft Budget Constraints*, Giuseppe Pisauro
- 01/66: *Sanctions and Civil Conflict*, Dmitry Gershenson
- 01/67: *Bank Debit Taxes in Latin America—An Analysis of Recent Trends*, Isaias Coelho, Liam P. Ebrill y Victoria P. Summers
- 01/68: *The Long-Run Behavior of Commodity Prices—Small Trends and Big Variability*, Paul Cashin y C. John McDermott

01/69: *An Exploration of the Private Sector Response to Changes in Government Saving Across OECD Countries*, Alun H. Thomas

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

- 01/79: Lesotho: 2000 Article IV Consultation and Request for a Three-Year Arrangement Under the Poverty Reduction and Growth Facility
- 01/80: Lesotho: Statistical Annex
- 01/81: Iceland: 2001 Article IV Consultation
- 01/82: Iceland: Selected Issues and Statistical Appendix
- 01/83: Jamaica: 2001 Article IV consultation
- 01/84: Jamaica: Statistical Appendix
- 01/85: Iceland: Financial System Stability Assessment

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

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

Finalmente, el Directorio dispuso que en sus exámenes periódicos de la condicionalidad, la supervisión y la asistencia técnica se incluyan análisis de la gobernanza.

**BOLETÍN DEL FMI:** Como reacción frente a recientes crisis, el FMI ha promovido amplias iniciativas encaminadas a mejorar o establecer normas, códigos y prácticas óptimas en las esferas estadísticas, monetarias y financieras. ¿Qué experiencia ha recogido el FMI a este respecto?

**DICKS-MIREAUX:** La experiencia ha sido sumamente positiva. En su análisis, el Directorio señaló muy claramente que la médula de nuestra estrategia sobre gobernanza debe consistir en medidas de amplia base y preventivas, y que los casos de los distintos países deben considerarse a medida que sea necesario a través de nuestra labor y nuestros programas de supervisión. En una actividad que comenzó a cobrar especial impulso a partir de la crisis asiática, elaboramos, reforzamos y dimos un carácter mucho más sistemático a los instrumentos con que contamos para reforzar el funcionamiento y la integridad de las instituciones y los mercados y así promover una adecuada gestión pública. La labor referente a normas, códigos de conducta, transparencia y prácticas óptimas en materia de política monetaria y fiscal, así como otras iniciativas, en general han tenido buena acogida en todo el mundo y han sido consideradas como un factor muy positivo. Se trata de una labor voluntaria, pero la respuesta ha sido muy vigorosa. Dentro del FMI también hemos tomado medidas tendientes a dar un carácter más sistemático a los instrumentos con que contamos a los efectos de salvaguardar los recursos del FMI, lo que es muy importante para que la institución mantenga su credibilidad a los ojos de la comunidad internacional y para reforzar su propia gobernanza.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Se han recogido enseñanzas más amplias en el análisis realizado por los funcionarios sobre la experiencia de los países?

**DICKS-MIREAUX:** Sí. En el estudio se destacaron dos temas omnicomprendidos: responsabilización y transparencia. A mi juicio la transparencia es la clave, porque necesariamente suscita responsabilización: permite a las autoridades y a los supervisores crear mecanismos de rendición de cuentas y responsabiliza a los países frente a la sociedad civil y a los donantes.

No obstante, la transparencia no es todo. A los efectos de una adecuada gestión se requieren también eficaces mecanismos de cumplimiento coercitivo de normas y corrección de fallas, y la certeza de que la responsabilidad es sistemática y se realiza en un campo de juego nivelado, y no con carácter ad hoc. También se requieren compromisos de alto nivel, ya que si existe corrupción en la cima, es probable que la misma impregne a todo el sistema. La gente se dirá: "Si alguien puede llevarse 10.000 millones de dólares, ¿qué tiene de malo que yo me lleve 10.000?" Esta lógica no tarda en generalizarse.

**BOLETÍN DEL FMI:** El debate de 1996–97 sobre buen gobierno puso de manifiesto la importancia de que los países en desarrollo adopten sus propias medidas de lucha contra el soborno. Algunos países de la Orga-

nización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), por ejemplo, permitían a sus compañías cancelar contablemente el soborno pagado a los funcionarios públicos en los países en desarrollo, registrándolo como gasto de operaciones. ¿En qué medida se han logrado progresos?

**DICKS-MIREAUX:** La OCDE se ocupó de este tema a través de varias convenciones suscriptas por sus países miembros y abiertas a la firma de otros países. El sitio de la OCDE en Internet presenta una cronología del proceso de preparación y aprobación de leyes por parte de los países y de adopción de regímenes como los establecidos en las convenciones. El Directorio encomendó a los técnicos del FMI que en el curso de las consultas del Artículo IV nuestra institución realice el seguimiento del tema con las autoridades nacionales, lo que en efecto se ha hecho en varios casos con posterioridad al debate realizado en el Directorio en febrero sobre el tema de la gobernanza.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Dialoga el FMI con organizaciones no gubernamentales (ONG) sobre temas de gobernanza?

**DICKS-MIREAUX:** Sí, a nivel central con las ONG internacionales. Ahora, el proceso del SCLP permite a las ONG participar en los DELP, en que se consideran cuestiones de gobernanza. El proceso del DELP consiste en escuchar, aprender y dialogar, con la intermediación de la autoridades, sobre esos y otros temas vinculados con la pobreza. Cuando se propuso la creación del SCLP se preveía hacer mayor hincapié en la buena administración de los recursos públicos.

En algunos casos las ONG han servido como mecanismo de vigilancia; no siempre acudiendo directamente al FMI, sino haciendo públicos ciertos problemas. En algunos casos los donantes hacen lo propio. Así, los técnicos del FMI pueden evaluar la conveniencia de plantear o no el tema a las autoridades. ■

El documento *Review of the Fund's Experience in Governance Issues*, la nota de información al público que resume las deliberaciones del Directorio y la nota de 1997 pueden consultarse en <http://www.imf.org/external/np/gov/2001/eng/report.htm>.

### Uso del crédito del FMI

(Millones de DEG)

	Mayo de 2001	Enero– mayo de 2001	Enero– mayo de 2000
Cuenta de Recursos Generales	4.028,03	7.668,73	1.546,54
Acuerdos de derecho de giro	4.028,03	7.609,93	1.234,24
SCR	1.657,71	4.007,28	0,00
SAF	0,00	58,80	312,30
SFC	0,00	0,00	0,00
SCLP	39,72	283,89	107,77
Total	4.067,75	7.952,62	1.654,31

SCR = servicio de complementación de reservas  
 SAF = servicio ampliado del FMI  
 SFC = servicio de financiamiento compensatorio  
 SCLP = servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza  
 En algunos casos los totales no coinciden con la suma debido al redondeo de las cifras.

Datos: FMI, Departamento de Tesorería



¿Qué es un canje de deuda?

## Las operaciones de canje son cada vez más importantes para la gestión de la liquidez

En 2000 se registró una cifra récord de operaciones de canje de deuda o *swaps*. En 2001 se aceleró el ritmo, recientemente con el megacanje por US\$30.000 millones de Argentina. ¿Qué es un canje de deuda? ¿Para qué sirve? ¿Cómo afecta a los mercados de deuda emergentes?

### ¿Qué es un canje de deuda?

Es una operación por medio de la cual los tenedores de bonos convienen en vendérselos al emisor a cambio de un paquete de bonos nuevos y, posiblemente, una parte en efectivo. A veces el valor de los nuevos bonos y el efectivo recibidos excede el valor de los bonos viejos, induciendo de esta manera al tenedor a intercambiar voluntariamente esos instrumentos y a recibir el “edulcorante” de inmediato. En otros casos, sin embargo, un emisor que está a punto de incurrir en incumplimiento puede hacer a los tenedores una oferta que, si es aceptada, implicaría una pérdida inmediata. Si a los tenedores les conviene más rechazar la oferta que aceptarla, se rehusarán y el canje sólo tiene lugar si el emisor tiene algún otro mecanismo para “obligar” a los tenedores de bonos a aceptar.

Ocasionalmente se hacen canjes de deuda pública nacional y externa (como en Argentina, en febrero y a principios de junio), en otros casos sólo se hacen con deuda nacional (como lo está considerando Turquía), y en otros únicamente con deuda externa (entre bonos Brady y eurobonos).

### ¿Para qué sirve?

Un canje no está exento de costos. El emisor que inicia un canje sustituye bonos emitidos a cierta tasa de interés por bonos nuevos a la tasa de interés que prevalece en ese momento en el mercado. Si la nueva tasa es más alta que la original, es evidente que la operación

entraña un costo. Pero también redunda en beneficios, según sea el propósito principal de la operación:

- **Gestión de pasivos.** Estos canjes captan ineficiencias en la determinación del precio de la deuda soberana en el mercado, liberan la garantía de algunos tipos de bonos o extienden el vencimiento de los bonos públicos para corregir el perfil de la deuda. Cae en esta categoría el canje de bonos Brady por eurobonos, el más frecuente de todos.

- **Alivio inmediato del servicio de la deuda.** Estas transacciones proveen alivio cuando se produce una acumulación temporal de vencimientos a corto plazo. Por lo general entrañan costos en el valor actual neto para el emisor, porque sustituye deuda que vence a corto plazo por deuda que vence a mediano y largo plazo pero por lo general más costosa. Probablemente el megacanje argentino corresponda a esta categoría.

- **Resolución de incumplimientos soberanos.** En los países que han dejado de pagar a los tenedores de bonos pero están dispuestos a reestructurar los bonos, estos canjes constituyen el medio para reducir la carga del servicio de la deuda. Son ejemplos las operaciones recientes realizadas por Rusia, Ucrania y Ecuador.

### Efecto sobre los mercados de deuda emergentes

Los canjes recientes cobran tal significación que pueden dar lugar a la extinción de ciertos tipos de bonos o a la modificación del perfil del servicio de la deuda de un país. En 2000 se cambiaron US\$12.000 millones de bonos Brady por US\$10.500 millones de eurobonos; en el primer trimestre de 2001, se canjearon US\$5.500 millones de bonos Brady. Hasta la fecha, los canjes de bonos Brady por eurobonos retiraron casi el 25% del monto total de bonos Brady que estaban en circulación en 1996. Uno de los efectos más notorios ha sido la reducción de los volúmenes negociados y de la liquidez en los mercados de deuda emergentes. ¿Por qué? Los bonos Brady eran los que se negociaban con más frecuencia debido al gran tamaño de sus emisiones. Recientemente los eurobonos sobrepasaron a los bonos Brady en la participación total de los bonos soberanos en circulación de los mercados emergentes, pero con frecuencia se emiten a distintos vencimientos y en tamaños menores que los bonos Brady. De aquí que la liquidez de las emisiones más pequeñas de bonos sea menor que la de una emisión mucho más grande. Es probable que continúe esta tendencia porque algunos participantes del mercado creen que, de hecho, los bonos Brady quedarán extintos para 2010 si sigue el ritmo de su retiro del mercado.

Con todo, los canjes de bonos Brady a eurobonos han sido pequeños en comparación con el reciente megacanje de US\$30.000 millones de Argentina. Las

### Tipos de bonos

- **Bono:** Forma de deuda titularizada que se negocia en el mercado secundario. La emisión de bonos puede ser nacional o internacional.
- **Eurobono:** La forma más común de bono internacional emitido por entidades soberanas y empresariales.
- **Bono Brady:** Título de deuda internacional emitido a cambio de títulos de crédito bancarios en una operación de reestructuración de deuda. Estos instrumentos eran parte del plan Brady, nombre que proviene de James Brady, el ex Secretario del Tesoro de EE.UU. que formuló una solución para la crisis de la deuda de los mercados emergentes de los años ochenta.

autoridades estiman que esa operación, que tuvo por objeto dar margen de maniobra al país para recuperarse de una recesión que dura ya tres años, redujo los pagos de servicio de la deuda nominales en US\$16.000 millones en los próximos cinco años. Esto ha eliminado la necesidad de que el país recurra a los mercados internacionales de capital durante el resto del año y aminoró sus necesidades de financiamiento para 2002. Dada la importancia de Argentina como emisor, el canje puede tener efectos más marcados a corto plazo en los mercados de deuda emergentes. El éxito que se percibe de la operación ha incrementado el interés en los canjes de otros países. Turquía, Perú y Colombia están planeando o considerando la posibilidad de un canje.

En 2000 se logró por medio de tres canjes la reestructuración de bonos cuyos pagos ya habían cesado. Ucrania intercambió aproximadamente US\$1.600 millones de deuda sobre la cual había incurrido en incumplimiento; Ecuador intercambió US\$6.400 mi-

llones y Rusia realizó un canje masivo por US\$32.000 millones. La velocidad y la facilidad con la que se efectuaron estas operaciones sorprendió a los observadores. Las transacciones también demostraron que los eurobonos —de los que alguna vez se pensó que serían imposibles de reestructurar— podrían dejar de pagarse e intercambiarse a un costo inferior al previsto.

Todavía no queda claro si éstos y otros canjes son propicios para el financiamiento en los mercados emergentes. Preocupa al mercado que la rápida rehabilitación de las deudas soberanas impagas pueda inducir nuevos incumplimientos porque pierde gravedad el “estigma” o el costo de dejar de pagar. Es posible que los tenedores exijan bonos más difíciles de reestructurar. Lo que sí es claro es que los canjes van a cobrar cada vez más importancia, ya sea que se utilicen para la gestión de la liquidez o para prevenir o resolver crisis. ■

Jens Nystedt  
Unidad de Mercados Mundiales, FMI

### Economías nacionales

## Jamaica adopta diversas medidas para fortalecer la economía y promover el crecimiento

A partir de la crisis financiera de 1995/96, la economía de Jamaica enfrentó una serie de importantes desafíos a mediados de los años noventa. La crisis se debió a la liberalización del sector financiero, que se realizó sin un marco prudencial y de supervisión suficientemente robusto en un período de alta inflación y altas tasas de interés reales. El consiguiente rescate del sector financiero, que se realizó mediante la garantía gubernamental de los depósitos de las instituciones quebradas, ha sido muy costoso, estimándose que para fines de 2000/01 equivalía a más del 40% del PIB. El efecto de contagio, sin embargo, fue limitado, ya que una proporción bastante grande de los depósitos bancarios de instituciones de propiedad extranjera no se vio afectada por la crisis.

Después de la crisis, el gobierno adoptó una política monetaria y cambiaria restrictiva, con el fin de contener la inflación, que disminuyó de alrededor del 31% a fines de 1995/96 a aproximadamente un 6% a fines de 1998/99. Sin embargo, la política monetaria restrictiva, junto con la ampliación de los déficit fiscales relacionados con el servicio del costo del rescate del sector financiero, hizo subir las tasas de interés real, erosionó la competitividad externa e indujo una dinámica desfavorable de la deuda en los años subsiguientes. El volumen de la deuda, principalmente de la deuda interna, se incrementó marcadamente, ya que se capitalizó el interés de gran parte de la deuda emitida para financiar el rescate. Como resultado de estos acontecimientos, en términos reales la economía formal se contrajo cerca de un 4% en 1996–99. La red de protección social del gobierno, la emigración y las remesas del exterior, así como el considerable sector informal, contribuyeron

a mantener el nivel de vida, aunque el desempleo se mantiene elevado, en alrededor del 15,5%.

### Programa económico

Con el fin de fortalecer el sector financiero, y para sustentar un crecimiento sostenido y la reducción de la carga global de la deuda, las autoridades encararon un programa económico que abarca el período comprendido entre abril de 2000 y marzo de 2002, que están supervisando funcionarios del FMI. El programa (véase el recuadro) contempla una significativa reducción del déficit del sector público, el fortalecimiento

#### Programas supervisados por el FMI

Estos programas son acuerdos informales entre los técnicos del FMI y las autoridades de un país, en virtud del cual aquéllos supervisan el programa económico del país, pero sin que dicha supervisión signifique que el FMI lo avala. Este tipo de programa debe:

- guiarse por la exposición sumaria de la consulta más reciente del Artículo IV;
- asemejarse o basarse en un programa que podría contar con el respaldo del FMI, para lo cual deberá incluir medidas que fortalezcan las perspectivas y la viabilidad externa a mediano plazo del país, y
- contener un memorando de políticas económicas y financieras en el que se expongan los objetivos y las políticas de las autoridades, con referentes cuantitativos y estructurales.

En la región del Caribe, además de Jamaica, Trinidad y Tobago es el único país que ha tenido un programa supervisado por funcionarios del FMI, el cual expiró a fines de 2000.

Los logros alcanzados en el marco del programa supervisado por funcionarios del FMI se han reflejado en la percepción más favorable de la comunidad internacional y en una mayor confianza de los inversionistas en Jamaica.

del sector financiero y reformas estructurales destinadas a incrementar la eficiencia y la competitividad externa. Las autoridades consideran que el programa constituye un vehículo para mantener un estrecho contacto con el FMI, y para poner de relieve ante los acreedores oficiales, los donantes y los mercados financieros su compromiso en favor de un vigoroso programa de ajuste. El Banco de Desarrollo del Caribe, el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial han aprobado asistencia por un total de US\$250 millones para respaldar las reformas en el sector financiero. Dicha cifra incluye un préstamo de US\$75 millones otorgado por el Banco Mundial. El Banco probablemente considere, durante este año, otro préstamo de US\$75 millones que, si se aprueba, elevaría el apoyo total a Jamaica a US\$325 millones.

Desde que se inició el programa de las autoridades, los resultados económicos han mejorado, y el programa está evolucionando de acuerdo con las previsiones. Después de una disminución en 1999/00, se estima que el PIB real creció un 1% en 2000/01, como resultado de la recuperación de la agricultura y la minería, así como por el vigoroso crecimiento del turismo. La inflación se redujo al 6,5% a fines de 2000/01, a pesar de cierta depreciación del dólar de Jamaica a principios de este año y de los aumentos en el precio del petróleo. El déficit global del sector público disminuyó 6 puntos porcentuales del PIB entre 1999/00 y 2000/01, principalmente como consecuencia de un menor déficit del gobierno central derivado de un aumento extraordinario de los ingresos y de la estricta contención del gasto no relacionado con intereses. El superávit primario del sector público alcanzó el 12,5% del PIB en 2000/01, y la tasa de interés de las letras de tesorería a seis meses disminuyó al 16,5% a fines de abril.

El tipo de cambio efectivo real se depreció alrededor de un 3% en 1999/00 y se mantuvo en general sin cambios en 2000/01, después de experimentar una gran apreciación real acumulativa (del 40%) entre 1995/96 y 1998/99. El déficit en cuenta corriente se amplió alrededor de 1 punto porcentual del PIB en 1999/00, alcanzando el 4,5%, principalmente como consecuencia de la disminución de las exportaciones de bauxita, y se espera que en 2000/01 se mantenga sin cambios. Las reservas internacionales netas se incrementaron más de US\$700 millones en 1999/00–2000/01, por la afluencia de inversiones directas, el apoyo multilateral y el endeudamiento oficial. A mediados de mayo de 2001, las reservas internacionales netas ascendían a US\$1.500 millones, equivalentes a más de cuatro meses de importaciones de bienes y servicios del año que viene y a más del doble del monto de la deuda externa a corto plazo del sector público.

Las autoridades avanzaron en las reformas estructurales en los últimos años, especialmente en el sector financiero. En abril de 1999 se completó la fusión de cuatro bancos intervenidos y varias instituciones financieras en el nuevo Union Bank, que fue privatizado en marzo de 2001. También continuó la reestructuración del

National Commercial Bank (NCB) y se vendieron las cinco aseguradoras intervenidas. El Parlamento aprobó en marzo de 2001 la ley que establece la Comisión de Servicios Financieros, destinada a fortalecer la supervisión del sector financiero. Por último, las autoridades vendieron una importante empresa pública (la compañía de electricidad) a una empresa estadounidense.

Los logros alcanzados en el marco del programa supervisado por funcionarios del FMI se han reflejado en la percepción más favorable de la comunidad internacional y en una mayor confianza de los inversionistas en Jamaica. En lo que va de 2001, los diferenciales de los bonos soberanos de Jamaica disminuyeron aproximadamente 150 puntos básicos, situándose en unos 650 puntos básicos por encima del de los bonos del tesoro estadounidense correspondientes a la emisión a siete años del año pasado, y también disminuyeron los diferenciales con la deuda denominada en euros. En mayo de 2001, Standard & Poor's reclasificó a B+ los bonos soberanos a largo plazo de Jamaica en el contexto de una emisión en dólares estadounidenses por US\$275 millones con vencimiento a diez años y un interés del 12% (equivalente a un diferencial de 671 puntos básicos con bonos comparables de Estados Unidos); en mayo se colocaron otros US\$125 millones, con un rendimiento del 11,5% y un diferencial de 650 puntos básicos. También existen indicaciones de una mayor confianza en la economía jamaicana, ya que la inversión privada se expandió alrededor de 1,25 puntos porcentuales del PIB en 2000, después de varios años de contracción o estancamiento.

### Desafíos pendientes

A pesar de estos adelantos, a fines de 2000/01 la razón entre la deuda del sector público y el PIB se estabilizó en 137% del PIB, en vez de reducirse sustancialmente, como se había proyectado antes. El volumen previsto de la deuda se debe a varias razones, entre ellas la garantía de la nueva deuda por parte del gobierno central y las tasas de interés internas, mayores que las previstas. Por ello, las autoridades adoptaron un programa revisado para 2001/02 que contempla la reducción de las tasas de interés y el volumen de la deuda, una contracción adicional de la inflación, un mayor crecimiento y mejores niveles de vida. En cuanto a la política fiscal, el programa contempla un déficit del gobierno central del 3% del PIB —alrededor de 1 punto porcentual del PIB superior al contemplado anteriormente— que refleja los mayores pagos por concepto de intereses y los mayores gastos corrientes y de capital necesarios para sentar las bases de un crecimiento más rápido a mediano plazo. No obstante, el esfuerzo fiscal de 2001/02 sigue siendo muy grande, proyectándose que el superávit primario del sector público ascienda a un 11% del PIB, como resultado de la aplicación de medidas destinadas a incrementar los ingresos y la contención del gasto por parte del gobierno central. Se proyecta que el volumen de la deuda del sector público se reducirá unos 10 puntos porcentuales del PIB en 2001/02.



Se contempla asimismo una acumulación de US\$100 millones en reservas internacionales netas, con lo que podría pagarse cómodamente los bonos internacionales que vencen en 2002/03. Se procurará lograr reducir la inflación al 5%.

Otro elemento fundamental del programa de las autoridades es la aplicación de reformas estructurales destinadas a mejorar la eficiencia y la competitividad.

En el sector financiero, las autoridades se proponen que la Comisión de Servicios Financieros reglamente mejor las aseguradoras, las agencias de valores, los fideicomisos y los fondos de pensiones y que adopte disposiciones acordes con las prácticas óptimas internacionales, con el objeto de fortalecer la supervisión prudencial y reducir el riesgo de otra crisis. También se prevé continuar la venta de instituciones financieras

## Acuerdos de derecho de giro, SAF y SCLP al 31 de mayo

País miembro	Fecha del acuerdo	Fecha de vencimiento	Monto aprobado	Saldo no utilizado
(Millones de DEG)				
<b>Acuerdos de derecho de giro</b>				
Argentina <sup>1</sup>	10 marzo 2000	9 marzo 2003	10.585,50	5.774,97
Brasil <sup>1</sup>	2 diciembre 1998	1 diciembre 2001	13.024,80	5.155,65
Croacia	19 marzo 2001	18 mayo 2002	200,00	200,00
Ecuador	19 abril 2000	31 diciembre 2001	226,73	75,58
Estonia	1 marzo 2000	31 agosto 2001	29,34	29,34
Gabón	23 octubre 2000	22 abril 2002	92,58	79,36
Letonia	20 abril 2001	19 diciembre 2002	33,00	33,00
Lituania	8 marzo 2000	7 junio 2001	61,80	61,80
Nigeria	4 agosto 2000	3 agosto 2001	788,94	788,94
Pakistán	29 noviembre 2000	30 septiembre 2001	465,00	210,00
Panamá	30 junio 2000	29 marzo 2002	64,00	64,00
Papua Nueva Guinea	29 marzo 2000	28 septiembre 2001	85,54	18,89
Perú	12 marzo 2001	11 marzo 2002	128,00	128,00
Sri Lanka	20 abril 2001	19 junio 2002	200,00	96,65
Turquía <sup>1</sup>	22 diciembre 1999	21 diciembre 2002	15.038,40	8.105,28
Uruguay	31 mayo 2000	31 marzo 2002	150,00	150,00
<b>Total</b>			<b>41.173,63</b>	<b>20.971,46</b>
<b>Acuerdos en el marco del SAF</b>				
Bulgaria	25 septiembre 1998	24 septiembre 2001	627,62	52,32
Colombia	20 diciembre 1999	19 diciembre 2002	1.957,00	1.957,00
Indonesia	4 febrero 2000	31 diciembre 2002	3.638,00	2.786,85
Jordania	15 abril 1999	14 abril 2002	127,88	91,34
Kazajistán	13 diciembre 1999	12 diciembre 2002	329,10	329,10
Macedonia, ex Rep. Yug. de	29 noviembre 2000	28 noviembre 2003	24,12	22,97
Ucrania	4 septiembre 1998	15 agosto 2002	1.919,95	1.017,73
Yemen	29 octubre 1997	28 octubre 2001	72,90	26,40
<b>Total</b>			<b>8.696,57</b>	<b>6.283,71</b>
<b>Acuerdos en el marco del SCLP</b>				
Albania	13 mayo 1998	31 julio 2001	45,04	4,71
Armenia	23 mayo 2001	22 mayo 2004	69,00	59,00
Benin	17 julio 2000	16 julio 2003	27,00	16,16
Bolivia	18 septiembre 1998	17 septiembre 2001	100,96	56,10
Burkina Faso	10 septiembre 1999	9 septiembre 2002	39,12	22,35
Camboya	22 octubre 1999	21 octubre 2002	58,50	33,43
Camerún	21 diciembre 2000	20 diciembre 2003	111,42	95,50
Chad	7 enero 2000	6 enero 2003	36,40	15,20
Djibouti	18 octubre 1999	17 octubre 2002	19,08	13,63
Etiopía	22 marzo 2001	21 marzo 2004	86,90	69,52
Gambia	29 junio 1998	31 diciembre 2001	20,61	6,87
Georgia	12 enero 2001	11 enero 2004	108,00	90,00
Ghana	3 mayo 1999	2 mayo 2002	191,90	120,85
Guinea	2 mayo 2001	1 mayo 2004	64,26	51,41
Guinea-Bissau	15 diciembre 2000	14 diciembre 2003	14,20	9,12
Guyana	15 julio 1998	14 julio 2001	53,76	28,88
Honduras	26 marzo 1999	25 marzo 2002	156,75	64,60
Kenya	4 agosto 2000	3 agosto 2003	190,00	156,40
Lesotho	9 marzo 2001	8 marzo 2004	24,50	21,00
Macedonia, ex Rep. Yug. de	29 noviembre 2000	17 diciembre 2003	10,34	8,61
Madagascar	1 marzo 2001	1 de marzo 2004	79,43	68,08
Malawi	21 diciembre 2000	20 diciembre 2003	45,11	38,67
Mali	6 agosto 1999	5 agosto 2002	46,65	33,15
Mauritania	21 julio 1999	20 julio 2002	42,49	18,21
Moldova	15 diciembre 2000	20 diciembre 2003	110,88	92,40
Mozambique	28 junio 1999	27 junio 2002	87,20	33,60
Nicaragua	18 marzo 1998	17 marzo 2002	148,96	33,64
Niger	14 diciembre 2000	21 diciembre 2003	59,20	50,74
República Centroafricana	20 julio 1998	19 enero 2002	49,44	24,96
República Democrática Popular Lao	25 abril 2001	24 abril 2004	31,70	27,17
República Kirguisa	26 junio 1998	25 junio 2001	73,38	28,69
Rwanda	24 junio 1998	31 enero 2002	71,40	19,04
Santo Tomé y Príncipe	28 abril 2000	28 abril 2003	6,66	4,76
Senegal	20 abril 1998	19 abril 2002	107,01	28,54
Tanzania	31 marzo 2000	3 abril 2003	135,00	75,00
Tayikistán	24 junio 1998	24 diciembre 2001	100,30	28,02
Vietnam	13 abril 2001	12 abril 2004	290,00	248,60
Yemen	29 octubre 1997	28 octubre 2001	264,75	94,75
Zambia	25 marzo 1999	28 marzo 2003	254,45	199,51
<b>Total</b>			<b>3.431,75</b>	<b>2.090,87</b>
<b>Gran total</b>			<b>53.301,95</b>	<b>29.346,04</b>

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

SAF = servicio ampliado del FMI.

SCLP = servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza.

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

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

Los países miembros que giran recursos del FMI "compran" monedas de otros países o DEG a cambio de un monto equivalente de su propia moneda.



**Ian S. McDonald**  
Director

**Sara Kane • Sheila Meehan**  
**Elisa Diehl**  
Redactoras

**Philip Torsani**  
Director de artes gráficas

**Jack Federici**  
Diseñador gráfico

**Edición en español**  
División de Español

Dirección de Servicios Lingüísticos

**Roberto Donadi**  
Traducción

**Adriana Vilar de Vilarino**  
Corrección de pruebas  
y autoedición

El *Boletín* (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 23 números en español, francés e inglés, además del *Suplemento sobre el FMI* y un índice anual. Las opiniones e información publicadas no representan necesariamente la posición oficial del FMI. Los mapas que se publican para orientar a los lectores provienen de la sexta edición de *Atlas of the World*, de National Geographic; los nombres y las fronteras que aparecen en los mismos no reflejan la posición del FMI con respecto a la situación jurídica de ningún territorio, ni tampoco la conformidad de la institución en relación con dichas fronteras. El material publicado puede reproducirse mencionando la fuente de información. Las cartas al director deben dirigirse a: Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-8585; dirección electrónica: imfsurvey@imf.org. El *Boletín del FMI* se distribuye por correo aéreo (Canadá, Estados Unidos y México: *first class*; otros países: *airspeed*). El precio de la suscripción anual, para empresas privadas y particulares, es de US\$79. Las solicitudes de pedido deberán dirigirse a: Publication Services, Box X2001, IMF, Washington D.C. 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430. Fax: (202) 623-7201. Correo electrónico: publications@imf.org.

25 de junio de 2001

**122**

y otras entidades públicas intervenidas, destinándose el producto de esas ventas a amortizar la deuda. En 2001/02, las autoridades se proponen completar la reforma destinada a mejorar la gestión y la rendición de cuentas de las empresas públicas y estimular prácticas laborales más flexibles.

Si bien el progreso en la lucha contra la pobreza y otros problemas sociales ha sido lento por falta de crecimiento, las autoridades adoptaron medidas para fortalecer los programas de asistencia social. Se hallan en proceso de mejorar la red de protección social consolidando los tres programas de transferencias existentes en uno solo con mejores prestaciones y más focalizado en los pobres. Mantendrán el gasto real en la red de protección social, poniendo el acento en la niñez y la juventud.

Se prevé que el programa de las autoridades sienta las bases para una aceleración de alrededor del 3% anual en el crecimiento económico, lo que ayudará a reducir el desempleo. El continuo saneamiento de las finanzas públicas ayudará a reducir las tasas de interés internas, lo que a su vez fortalecerá la posición fiscal. La posición externa debería mantenerse vigorosa, en vista del satisfactorio volumen de reservas —en relación con la deuda a corto plazo y la base monetaria— y la afluencia de capitales proyectada.

Los principales riesgos que afectan a las perspectivas a mediano plazo son la disminución menos rápida de las tasas de interés, los retrasos o demoras en los

ingresos provenientes de la privatización, las presiones en favor de un mayor gasto, y las garantías públicas adicionales sobre la deuda, lo que disminuiría el ritmo de reducción de la carga de la deuda de Jamaica. Además, el país podría verse afectado por una recesión en Estados Unidos o por el aumento del precio del petróleo. Las autoridades están conscientes de estos posibles riesgos que pueden lesionar su estrategia y siguen decididas a cumplir las metas fiscales establecidas. Han logrado un gran adelanto al enfrentar la difícil situación que debieron superar a mediados de los años noventa. El desafío que enfrentan ahora es aprovechar esos logros para introducir mejoras duraderas en el nivel de vida del pueblo. ■

Stephen Tokarick  
Departamento del Hemisferio Occidental, FMI

Se puede consultar más información sobre Jamaica en el sitio del FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)), en la nota de información al público No. 01/57: "IMF Concludes Article IV Consultation with Jamaica", y en la carta de intención del gobierno de Jamaica, que describe las políticas de implementación en el marco de un programa supervisado por el FMI. Además, el FMI publicó dos informes de la serie Staff Country reports, 01/84: Jamaica: Statistical Appendix y 01/83: Jamaica: 2001 Article IV Consultation and Review of Staff-Monitored Program. Estos informes pueden adquirirse al precio de US\$15 solicitándolos a IMF Publication Services. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 206.

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

### Comunicados de prensa

- 01/27: Köhler, Director Gerente del FMI propone a Krueger, de la Universidad de Stanford para el cargo de Primera Subdirectora Gerente y nombra a tres directores de departamento, 7 de junio (véase la pág. 197)
- 01/28: El FMI publica la declaración del Director Gerente sobre el programa de trabajo del Directorio Ejecutivo, 8 de junio (véase la pág. 198)
- 01/29: Bolivia: Alivio del servicio de la deuda por US\$1.200 millones en el marco de la Iniciativa para los PPME, 8 de junio
- 01/30: Bolivia: Tercer SCLP anual, 8 de junio
- 01/31: República Federativa de Yugoslavia: Acuerdo de derecho de giro por US\$249 millones, 11 de junio

### Notas informativas

- 01/48: La República Eslovaca adopta un programa supervisado por el FMI, 6 de junio

### Notas de información al público

- 01/57: Jamaica, 6 de junio (véase la pág. 209)
- 01/58: Austria, 13 de junio

### Discursos

- Horst Köhler, Director Gerente del FMI: "Asociación entre el sector público y el privado para la estabilidad financiera", reunión del Instituto de Finanzas Internacionales, RAE de Hong Kong, 31 de mayo (Véase *Boletín del FMI*, 11 de junio, pág. 181)

Stanley Fischer, Primer Subdirector Gerente del FMI: "Asia y el FMI", en el Instituto de Estudios de Políticas, Singapur, 1 de junio (véase la pág. 199)

### Transcripción

Conferencia de prensa, Thomas Dawson, Director del Departamento de Relaciones Externas del FMI, 8 de junio

### Cartas de intención y memorandos de política económica y financiera\*

República Eslovaca, 1 de junio  
Ecuador, 5 de junio  
Bolivia, 11 de junio  
Jamaica, 14 de junio (véase la pág. 209)

### Documentos de estrategia de lucha contra la pobreza\*

Bolivia, 1 de junio

### Observaciones finales de las consultas del Artículo IV\*

Aruba (preliminar), 8 de junio

### Documento sobre el punto de decisión de la Iniciativa reforzada para los PPME\*

Chad, 8 de junio

### Informe sobre la observancia de los códigos y normas\*

Hungría, 30 de mayo

### Otros

Actividades financieras del FMI, 1 de junio  
Bolivia: Evaluación conjunta de los funcionarios sobre el documento provisional de estrategia de lucha contra la pobreza, 11 de junio\*

\*Fecha de publicación