

193
Informe sobre
la estabilidad
financiera mundial

193
Krueger analiza
el mecanismo de
reestructuración
de la deuda

197
Rogoff y Zettelmeyer:
Mecanismo de
reestructuración de
la deuda soberana

200
Reunión del Comité
de Bretton Woods

200
El FMI autoriza a
Brasil a girar
US\$10.000 millones

201
Singh dirigirá el
Departamento
del Hemisferio
Occidental

202
Yergin examina la
globalización

207
La reestructuración
de las empresas

y...

201
Uso del crédito
del FMI

204
Publicaciones
recientes

205
Tasas del FMI

205
Publicado en Internet

206
Acuerdos del FMI

Informe sobre la estabilidad financiera mundial

www.imf.org/imfsurvey

La reducción de los beneficios de las empresas ensombrece la situación de los mercados financieros

En una conferencia de prensa celebrada el 12 de junio, Gerd Häusler, Consejero y Director del Departamento de Mercados Internacionales de Capital del FMI, señaló que la rentabilidad de las empresas constituye una fuente de incertidumbre en el panorama, en general, positivo que presentan los mercados mundiales. En su resumen de las conclusiones del segundo “Informe sobre la estabilidad financiera mundial”, (véanse los gráficos, págs. 194–95), Häusler manifestó que “las perspectivas de los mercados maduros en el corto plazo no se ven amenazadas, en general, por riesgos inminentes, debido principalmente a que la economía mundial se ha recuperado y ha contribuido a establecer un entorno favorable para los mercados financieros”. No obstante, los mercados emergentes de América Latina se han visto sometidos recientemente a presiones. Este informe tiene por objeto “detectar las fallas existentes en los mercados financieros mundiales”, siendo uno de los temas principales la incertidumbre que representan el nivel y la calidad de los beneficios de las empresas.



Gerd Häusler (der.), Donald Mathieson (centro) y Garry Schinas en la conferencia de prensa del 12 de junio.

Las sólidas ganancias de las empresas privadas son las que incentivan los gastos de capital, pero hasta la fecha, según el mencionado informe, la inversión de capital no ha participado en la actual recuperación económica, y la rentabilidad de las empresas de (Continúa en la pág. 194)

Anne Krueger presenta los nuevos aspectos del mecanismo de reestructuración de la deuda

En un discurso pronunciado ante la reunión anual del Comité de Bretton Woods, celebrada en Washington el 6 de junio, la Primera Subdirectora Gerente del FMI, Anne Krueger, señaló que la institución no intentará fungir de juez y jurado al diseñar un sistema internacional más apto para resolver las crisis de deuda soberana. A continuación se presentan fragmentos de su discurso.

Quisiera informarles sobre los últimos progresos alcanzados con el nuevo enfoque de dos niveles destinado a mejorar la reestructuración de la deuda soberana, respaldado por Estados Unidos y el resto de la comunidad internacional durante las reuniones de abril (véase

el Boletín del FMI, 6 de mayo). El primer nivel incluye un uso más amplio de las cláusulas de acción colectiva en los contratos de bonos soberanos. El segundo nivel —complementario— consiste en crear un mecanismo legal que, en nuestra opinión, contribuirá a una reestructuración más puntual y ordenada de la deuda soberana insostenible habilitando a una “supermayoría” de acreedores a tomar decisiones clave en el proceso de reestructuración durante las negociaciones con el deudor.

El desafío importante que enfrentan ambos enfoques es la coordinación de una base difusa y variada de acreedores a fin de lograr que se respeten sus respectivos derechos en las distintas jurisdicciones legales. Es muy difícil abordar este tema empleando exclusivamente las cláusulas de acción colectiva. El enfoque legal ayudará a resolver el problema de la coordinación creando un marco que permite agregar, para fines de votación, todos los títulos de crédito distribuidos (Continúa en la pág. 196)



Cambios para fortalecer la gestión empresarial

Un hecho saludable ha sido que los mercados hayan castigado a aquellas empresas cuya rentabilidad parecía insostenible o derivada de prácticas contables cuestionables.

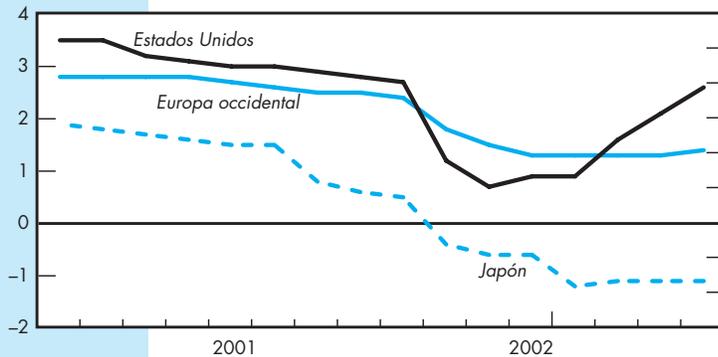
(Continuación de la pág. 193) varios sectores ha sido menor a la esperada. La calidad de las ganancias empresariales también es motivo de preocupación. No obstante, una vez superados los problemas provocados por los excesos de las empresas en el sistema financiero, se podrá empezar de nuevo, con respeto por el valor del accionista pero sin que el objetivo final sea mantener altos precios de las acciones a corto plazo a costa de aplicar prácticas contables apropiadas.

Häusler observó que orientar todos los incentivos hacia movimientos a corto plazo de los precios de las acciones puede inducir a ciertos agentes a cometer infracciones. Los precios de las acciones funcionan no sólo como modelo de comparación para los inversionistas, sino también como mecanismo de compensación para altos ejecutivos, y como moneda de adquisición para la compañía, incitando de esa manera a los ejecutivos a introducir límites éticos en la búsqueda del “cáliz sagrado” de precios de acciones más altos.

Un hecho saludable ha sido que los mercados hayan castigado a aquellas empresas cuya rentabilidad parecía insostenible o derivada de prácticas contables cuestionables. En el informe se señala que ello ofrece incentivos poderosos para que las empresas manejen sus cuentas financieras con mayor transparencia, y presiona a los países a establecer los cambios reglamentarios

Evolución de las previsiones consensuadas sobre el crecimiento del PIB para 2002

Tasa, de año a año



Datos: Consensus Economics.

necesarios para reconstruir y salvaguardar la integridad de los mercados financieros. Estos cambios, que cuentan con el apoyo del FMI, están ocurriendo en Estados Unidos y Europa a fin de fortalecer la gestión empresarial y la supervisión de los mercados de capital.

La disminución de la rentabilidad de las empresas también ha tenido un impacto negativo en los bancos, con reducciones estratégicas tanto en los costos básicos de algunos bancos como en los balances; ello ocasionó una caída de los préstamos de algunos bancos, sobre todo a los mercados emergentes. Es probable que esta tendencia continúe, añadió Häusler.

Japón y el resto del mundo

¿Qué pasó con Japón, cuyos sectores financieros y empresariales han sido golpeados duramente en los últimos años debido a la falta de rentabilidad de las empresas? Häusler indicó que el FMI examinará con más detalle el sistema financiero japonés en el contexto de su próxima consulta del Artículo IV y del programa de evaluación del sector financiero. El informe se ha centrado en la posibilidad de que se transmitan las dificultades financieras de Japón al sistema financiero internacional, pero concluye que ninguno de los tres mecanismos principales de transmisión debe ser motivo de preocupación. Es poco probable que se produzca una repatriación importante de los activos japoneses en el extranjero, debido al rendimiento muy bajo que estos activos pueden generar actualmente en Japón; es escaso el riesgo de que se produzca una caída abrupta del crédito de los mercados emergentes a los países asiáticos, debido a que estos países se encuentran en mejor situación y pueden hacer frente en mayor medida a las perturbaciones que hace unos años, y existe poca preocupación acerca de un posible contagio a través de los mercados interbancarios, dado que los bancos japoneses están menos integrados en el sistema bancario internacional que hace algunos años.

¿Operaciones arriesgadas?

La falta de rentabilidad en el negocio de las compañías de seguros ha llevado a estas compañías a involucrarse más en los mercados de capitales. El tercer capítulo del informe aborda el tema de lo que ello significa para las compañías de seguros y para la estabilidad del sector financiero. En términos generales, el informe menciona que los riesgos sistémicos internacionales relacionados con las actividades de estas compañías en los mercados financieros son relativamente limitados en comparación con los riesgos de los principales bancos comerciales y los bancos con operaciones internacionales. Pero todavía existe cierta incertidumbre con respecto a la suficiencia de capital de estas instituciones, la calidad en la gestión de sus riesgos, y los riesgos financieros que implicaría trasladarse del sector bancario al sector de seguros. Dado que existe la posibilidad de que un colapso de las compañías de seguros y reaseguros ponga en riesgo la estabilidad financiera, el informe recomienda recopilar información más completa sobre las actividades financieras de dichas compañías. Sin embargo, señala Häusler, resulta alentador saber que las compañías de seguros tienen activos líquidos y pasivos ilíquidos, a diferencia de los bancos.

Mercados emergentes

Los mercados nacionales de valores, ¿pueden servir para protegerse de los vaivenes de los mercados internacionales?

En el informe se llega a la conclusión de que aparentemente los resultados poco favorables de las acciones de los mercados emergentes no se deben principalmente a la sobrevaluación, sino a los factores siguientes:

- Una cadena de crisis financieras que empezó en México en 1994, la cual recortó drásticamente el rendimiento en dólares de EE.UU. de las acciones de los mercados emergentes.
- La preocupación acerca de la transparencia y la gestión de las empresas.
- La creciente importancia de los certificados americanos de acciones extranjeras (ADR) y la tendencia a sustituir los valores cotizados en mercados locales por los cotizados en mercados internacionales.

Resultados recientes del mercado

Desde que se culminó el informe, señaló Häusler, la evolución de los mercados bursátiles maduros ha confirmado las preocupaciones mencionadas en el mismo acerca del ritmo de la recuperación y la calidad de las ganancias. Probablemente se mantendrá esta situación hasta que haya signos más claros de un cambio de rumbo en la rentabilidad de las empresas. Desde el mes de mayo, el dólar de EE.UU. se ha depreciado frente al euro (en aproximadamente el 3%) y el yen (en alrededor del 2,5%), pero los precios de las acciones europeas no se han beneficiado de ello y también existe una falta de confianza en la rentabilidad de las empresas europeas. El mercado no está convencido de que una caída del mercado bursátil de Estados Unidos beneficiaría necesariamente a Europa, lo que parece indicar que cualquier variación de los tipos de cambio no sería abrupta.

¿Están todavía sobrevaluadas las acciones de las empresas de Estados Unidos? Häusler indicó que la respuesta depende de las ganancias futuras, así como de las expectativas. En la edición de marzo del Informe sobre la estabilidad financiera mundial se señaló que las acciones de Estados Unidos estaban sobrevaluadas, y éstas han caído desde entonces. Häusler mencionó que si se recuperan las ganancias de las empresas, no habrá motivo para seguir considerándolas sobrevaluadas.

En los mercados emergentes de bonos, señaló Häusler, se produce desde hace cierto tiempo una especie de reducción en la exposición hacia América Latina, y especialmente Brasil. Ello ha ocasionado una importante aversión al riesgo por parte de los inversionistas con respecto a los mercados de deuda emergentes. La situación de liquidez de los inversionistas de mercados emergentes ha mejorado y, por lo tanto, los beneficios para el resto del mundo son limitados. La base de inversionistas para tales inversiones en mercados emergentes es crítica, y debe ser supervisada detenidamente.

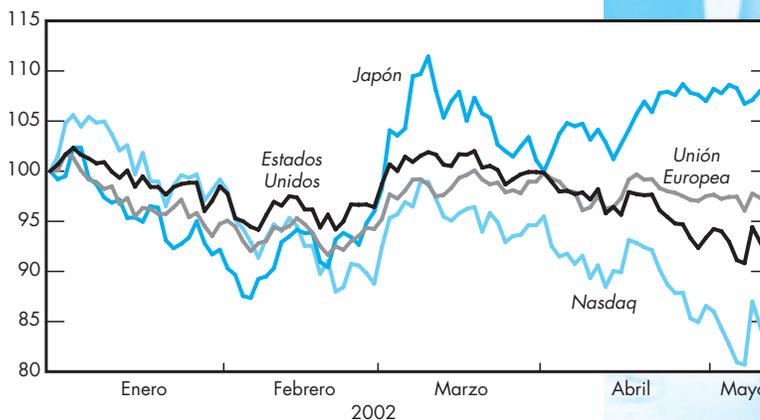
La inversión extranjera directa desempeña una función cada vez más importante desde la caída del crédito bancario (especialmente de bancos europeos y japoneses) como fuente de flujos de capital hacia los mercados emergentes, y desde la aparición del inversionista opor-

tunista, que constituye una fuente de financiamiento menos confiable que el inversionista dedicado. Por lo tanto, en especial en América Latina, es muy importante crear un entorno propicio para la inversión extranjera directa. Häusler advirtió sobre las políticas que frenan tales inversiones o crean contagio en ese sentido.

¿Cuál es la proyección del FMI con respecto a los flujos de capital hacia los mercados emergentes? Donald Mathieson, Jefe de la División de Supervisión de Mercados Emergentes del FMI, manifestó que mientras los prestatarios con una buena calificación crediticia continúan teniendo un acceso razonable a los mercados de bonos y de préstamos sindicados, los mercados de bonos estarán cerrados a los prestatarios que no ofrezcan garantías ni tengan una buena calificación crediticia. Con respecto a la discriminación regional, los prestatarios de Asia, Europa oriental y Rusia han tenido acceso a los mercados de bonos, tanto de empresas privadas como soberanos, pero recientemente los prestatarios empresariales de América Latina han tenido muchas dificultades para acceder a los mercados.

¿Deberían preocuparse los mercados emergentes por las ramificaciones que tendría una caída abrupta del

Estabilidad en los mercados maduros



Datos: FMI, *Global Financial Stability Report*, junio de 2002.

dólar de EE.UU.? Garry Schinasi, Jefe de la División de Estabilidad del Mercado Financiero, señaló que, basándose en los datos históricos sobre el tipo de cambio entre el dólar de EE.UU. y el yen japonés, si bien es posible que haya habido una mayor volatilidad y algunas correcciones en otros mercados de activos, es difícil recordar que se hayan presentado dificultades reales en materia de ajuste en los mercados maduros. ■

Marina Primorac
Departamento de Relaciones Externas del FMI

La edición de junio de 2002 de *Global Financial Stability Report* puede adquirirse al precio de US\$42 (US\$35 para catedráticos y estudiantes universitarios), dirigiéndose a IMF Publication Services. Véanse las intrucciones de pedido en la pág. 204. El texto completo de la conferencia de prensa del 12 de junio puede consultarse en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org).

De hecho, el foro de solución de controversias debe funcionar de manera independiente, no sólo ante el Directorio Ejecutivo, sino también ante los gobernadores, la gerencia y el personal del FMI.

—Anne Krueger



Krueger analiza el enfoque de dos niveles

(Continuación de la pág. 196) entre los diferentes instrumentos, con debida atención a la precedencia de ciertos acreedores y a sus distintos intereses económicos.

Para permitir ese tipo de agregación, el marco requiere un foro de solución de controversias con poderes limitados, pero exclusivos, para la conducción ordenada del proceso de reestructuración, incluida la solución de disputas entre un deudor soberano y sus acreedores, por una parte, y entre los propios acreedores, por otra. Se expresaron ciertos temores de que la creación de dicho foro podría ser una táctica sigilosa empleada por el FMI para ejercer una influencia maligna sobre el proceso de reestructuración, lo que no es cierto. Hoy centraré mis comentarios en cómo crear y cómo puede funcionar dicho foro.

El enfoque de dos niveles

La clave para mejorar el sistema actual es permitir que una supermayoría de acreedores logre que las condiciones de la reestructuración sean obligatorias para el resto. Así se garantizaría la reestructuración antes de llegar al incumplimiento. El nuevo enfoque también deberá cumplir con los siguientes parámetros: primero, ofrecer protección legal al deudor ante sus acreedores durante el período de negociación; segundo, ofrecer garantías a los acreedores de que el deudor negociará de buena fe y pondrá en práctica políticas que protejan el valor de los activos y restablezcan el crecimiento, y, tercero, ofrecer garantías de que los créditos nuevos de acreedores privados no serán incluidos en la reestructuración. Finalmente, es menester encontrar una forma de verificar los títulos de crédito, supervisar las votaciones y dirimir las controversias.

El uso del mecanismo será solicitado por el deudor y no impuesto por el FMI u otra entidad. A semejanza de los regímenes internos de quiebra, un marco jurídico previsible es, en general, suficiente para fomentar un acuerdo voluntario “a la sombra de la ley” sin tener que recurrir al mecanismo.

Las cláusulas de acción colectiva —que suelen utilizarse en las transacciones de bonos en el marco del derecho anglosajón— logran algunos de los objetivos de este nuevo enfoque. Pero presentan desventajas importantes. Primero, solamente son obligatorias para los tenedores de bonos de una misma emisión. Para facilitar una reestructuración amplia, es preciso adaptarlas para lograr la agregación de todos los títulos de crédito, incluso los de los bancos. Pero estas “supercláusulas de acción colectiva” presentan tres tipos de problemas:

- Primero, ¿cómo convencer a los acreedores y deudores a que emitan nuevos instrumentos de deuda y canjeen la deuda existente por bonos que incluyan estas cláusulas, cuando ya se muestran reticentes a incluir las cláusulas comunes?

- Un segundo problema es que los prestatarios soberanos de mercados emergentes recurren a la emisión de deuda en distintas jurisdicciones legales, lo que no garantiza la interpretación y aplicación uniformes de las cláusulas de acción colectiva aunque sus condiciones de reestructuración sean idénticas.

- Tercero, la legislación interna actual de algunos países miembros no ofrece una base legal clara que permita la modificación de los derechos de los acreedores minoritarios sin su consentimiento.

Estamos intentando subsanar estas dificultades, pero estoy segura de que también el nuevo enfoque requerirá una base jurídica. Por ello hemos propuesto este segundo nivel.

El enfoque legal requiere una obligación convencional —mediante una enmienda del Convenio Constitutivo del FMI— para habilitar a la supermayoría de los acreedores a negociar con el deudor y para que el acuerdo alcanzado sea obligatorio para todos los demás. Esto resolvería el problema de las distintas jurisdicciones legales, ya que la obligación convencional sería aplicada uniformemente en todas ellas. Por otra parte, la creación de un foro único y exclusivo de solución de controversias garantizaría una interpretación uniforme. Debo subrayar, no obstante, que la enmienda del Convenio del FMI será solamente una herramienta para facultar a los acreedores y deudores, y no una forma de extender la autoridad jurídica del FMI. El FMI tendría la misma influencia sobre el proceso que la que tiene hoy a través de sus decisiones de financiamiento regulares.

Para que este nuevo enfoque tenga credibilidad y legitimidad, debe poder resolver las disputas entre los acreedores, así como entre acreedores y el deudor, de una manera comprobadamente justa y equitativa para todas las partes.

Por ende, este papel no podrá ser desempeñado por el Directorio Ejecutivo del FMI, no sólo porque sus integrantes carecen de la pericia necesaria, sino además porque se podría llegar a pensar que sus decisiones están influenciadas por el papel de la institución como acreedor y por la representación en el Directorio de los deudores y acreedores bilaterales. De hecho, el foro de solución de controversias debe funcionar de manera independiente, no sólo ante el Directorio Ejecutivo, sino también ante los gobernadores, la gerencia y el personal del FMI. Pero esta autonomía, por otra parte, enmarca a un foro con funciones estrictamente delimitadas. ■

Véase el discurso completo en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org).

Entrevista a Rogoff y Zettelmeyer

Mecanismo de reestructuración de la deuda soberana

"Cuando un Estado se ve en la necesidad de declararse en quiebra, lo mismo que cuando un individuo se ve en tal necesidad, entonces una quiebra limpia, abierta y confesada es la medida que a la vez menos deshonra al deudor y menos perjudica al acreedor".

Esta cita es de Adam Smith en 1776, una de las tantas sorpresas incluidas en un estudio retrospectivo del FMI sobre las propuestas basadas en aplicar los procedimientos de quiebra para resolver las crisis de la deuda soberana. El *Boletín del FMI* conversó con los autores, Kenneth Rogoff, Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI, y Jeromin Zettelmeyer, economista principal del Departamento de Estudios.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Por qué se realizó este estudio?
¿En qué puede ayudarnos la historia?

ROGOFF: Por dos motivos. Primero, constatamos en la prensa que desde el momento en que la propuesta de Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente, comenzó a tener éxito, muchas personas se adjudicaron la idea. Fíjese que el éxito tiene varios progenitores: por ejemplo, el *New York Times* publicó un artículo atribuyendo la idea a Jeffrey Sachs. Segundo, sabíamos que existían algunos antecedentes pero no de tal magnitud. Queríamos rastrear quién había dicho qué y cuándo, y aprendimos mucho. A cierto nivel, es reconfortante constatar que la propuesta del mecanismo de reestructuración de la deuda soberana representa una evolución racional y no algo sacado de la nada.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Quiénes han sido las estrellas en esta historia?

ROGOFF: La estrella insospechada es un abogado llamado Christopher Oechsli, quien, en 1981, publicó un artículo en la revista *Virginia Journal of International Law* que podría describirse como presciencia. En el artículo se explicaba la forma en que podrían aplicarse las leyes de quiebra en el contexto de la deuda soberana. A Oechsli no le preocupaba demasiado el problema de beneficiar a los que no participan en la negociación, sino más bien la lentitud de las negociaciones entre los acreedores privados, los acreedores oficiales y los países deudores. Este autor sin duda se destaca como la estrella desconocida.

ZETTELMEYER: Se destaca pero solamente porque ahora lo estamos alumbrando. No hubo estrellas hasta 1995, cuando Jeffrey Sachs pronunció su discurso en Princeton. También hubo tres abogados jóvenes, recién graduados de Harvard, Barnett, Galvis y Gouraige,

quienes, en 1984, publicaron un artículo vanguardista en la revista *Harvard Journal of International Law*. Por lo tanto, en los años ochenta hubo gente que planteó estas ideas pero no se habló de ellas en el debate público —ni incluso en el debate académico— y sus nombres no se citan con mucha frecuencia en los documentos que aparecieron posteriormente. En cuanto a las estrellas más recientes, tenemos a Barry Eichengreen y Richard Portes. El libro que publicaron en 1995 fue el que realmente propuso usar las cláusulas de acción colectiva como herramienta para reestructuraciones ordenadas, un tema muy candente en la actualidad. El Subsecretario del Tesoro de Estados Unidos, John Taylor, en su propuesta reciente se basa justamente en aplicar dichas cláusulas.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Por qué cita a Adam Smith? ¿Cree que fue la primera estrella?

ZETTELMEYER: Es una cita excelente porque señala que hay ciertas situaciones en las cuales lo mejor que puede hacer un país es enfrentar la quiebra y salir a flote ordenadamente. En el contexto de la cita, Smith trata de desalentar un alto nivel de inflación como forma de “resolver” los problemas de deuda pública. Pero no entra en detalles con respecto a cómo organizaría una quiebra ordenada.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Hubo alguna estrella del FMI en esta historia?

ROGOFF: En 1995 hubo un debate sobre estos temas en el Directorio Ejecutivo y un documento preparado por el Departamento Jurídico. En el documento se planteaba con mucho más detalle que en el discurso de Sachs cómo funcionaría en la práctica un mecanismo de quiebra en el contexto de la deuda soberana. Incluso a finales de los años ochenta en el FMI se debatió intensamente el asunto. Fue sólo en noviembre de 2001 que Anne Krueger lo planteó oficialmente.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué aprendieron de las ineficiencias inherentes detrás de las distintas propuestas?

ROGOFF: A comienzos de los años ochenta, a Oechsli le preocupaban las ineficiencias “*ex post*” tras crisis



Kenneth Rogoff



Jeromin Zettelmeyer



En cuanto a la búsqueda de soluciones, el debate ha sido increíblemente franco y apolítico.

—Kenneth Rogoff

muy profundas: en el momento de limpiar los despojos del problema. En su conferencia de 1995, Sachs fue el primero en argumentar que podía aplicarse un mecanismo de quiebra a una crisis de liquidez. Este tema se mencionaba en la documentación académica de los años ochenta, así como en documentos del FMI, pero no se debatía públicamente. Sin embargo, hoy no establecemos esta diferencia; no es fácil distinguir entre crisis de solvencia y de liquidez. Tras la crisis de México la principal inquietud pasó a ser el daño moral ocasionado por el influjo de préstamos internacionales para resolver la crisis. Casi todas las propuestas modernas tratan de lidiar con este problema.

ZETTELMEYER: Otra forma de verlo es que las alternativas han cambiado. Originalmente la única alternativa a una quiebra ordenada era un incumplimiento perturbador. Hoy día, la alternativa también incluye el daño moral ocasionado por el megainflujo de créditos internacionales para resolver la crisis.

BOLETÍN DEL FMI: ¿En qué han cambiado las soluciones propuestas?

ZETTELMEYER: Hay dos etapas. La primera abarca el período desde comienzos de los años ochenta hasta 1995, cuando se delimitó el espectro de correcciones propuestas. A un extremo se encontraba el enfoque voluntario en el que no se cambiaban las instituciones, ni se promulgaban leyes nuevas, ni se enmendaban tratados. Se esperaba que el sector oficial se comportara de manera diferente, impartiendo distintos incentivos. Este es el enfoque minimalista estilo Oechsli. Al otro extremo se encontraban propuestas muy ambiciosas —como las de Barnett, Galvis y Gouraige en 1984 y, unos años más tarde, la de Benjamin Cohen— de crear una nueva institución internacional. En el centro del espectro, en 1995 tras la crisis de México, surgieron varias propuestas que fundamentalmente preconizaban el enfoque contractual en el cual se centra actualmente el debate. La idea de usar las cláusulas de acción colectiva no era nueva; lo novedoso era sugerir que se usaran como herramienta universal para controlar las crisis.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Y después de 1995? ¿Existe convergencia?

ZETTELMEYER: Hemos visto un cierto acercamiento, por lo menos en el ámbito oficial. Por un lado reconocemos que para lograr una solución legal satisfactoria acaso no necesitamos una gran concentración de funciones a nivel internacional. Más bien, podríamos contar con un sistema legal que prácticamente se autoaplique y requiera arbitraje internacional sólo ocasionalmente: el llamado enfoque menos drástico. Esta idea fue planteada en 2002, por Krueger en su propuesta modificada (véase la pág. 193) y por Steven Schwarcz, un profesor de derecho de la Universidad

de Duke. Por otro lado, quienes propugnan las cláusulas de acción colectiva se han dado cuenta de que deben saber a ciencia cierta cómo crear los incentivos para que los protagonistas del sector privado las adopten.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Hay en todo esto algún tilde político?

ROGOFF: Sin duda hay una interacción. El meollo del problema de la deuda soberana es que no existe un sistema jurídico internacional comparable a los sistemas nacionales. También hay un tema de transición. Se puede decir: aquí quiero llegar en 25 años. Pero ¿qué se hace con los bonos que ya están circulando y con los que se emiten mientras se está formulando la propuesta? Esto suscita problemas de distribución, aunque en principio los avances potenciales derivados de un mejor mecanismo de resolución de la deuda dejarán a todos en una mejor posición, aún en la etapa de transición.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Pero el tema de la soberanía no es acaso altamente politizado?

ROGOFF: Sí, lo es. El someterse a un foro independiente para resolver las controversias entre acreedores y deudores, tal como lo prevé Anne Krueger, entraña una leve subordinación de la soberanía. Lo mismo ocurre cuando se firma un tratado internacional que compromete al país a incluir las cláusulas de acción colectiva y las reglas de renegociación de la deuda en las emisiones de bonos, como aparece en las nuevas versiones de la propuesta de Eichengreen y Portes. Pero es perfectamente coherente con las otras ideas destinadas a lograr una globalización sin tropiezos.

En cuanto a la búsqueda de soluciones, el debate ha sido increíblemente franco y apolítico. Hasta diría que se ha despolitizado aún más porque todos los países se han dado cuenta de lo importante que es contar con un sistema ordenado de renegociación de la deuda. La primera propuesta institucional de finales de los años setenta se planteó dentro de un fuerte contexto político. Presentada por el Grupo de los 77 durante la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, la propuesta consistía en crear una comisión internacional de la deuda que se concentraría en la distribución, es decir en los intereses de los deudores frente a los de los acreedores. Por eso no funcionó: los países acreedores no la apoyaron. Hoy, la comunidad internacional, incluso los grandes países acreedores, está a favor de algún tipo de sistema internacional de quiebra.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cuáles son las repercusiones de su estudio en materia de políticas?

ROGOFF: Muchas de estas ideas ya tienen un amplio bagaje y un largo historial; han sido sopesadas cuidadosamente y ya estamos en la etapa en que es posible

pasar de una idea académica a un resultado concreto: que es lo que el FMI está tratando de hacer.

BOLETÍN DEL FMI: ¿ Algunas conclusiones?

ROGOFF: Sí, considero que el problema del daño moral existió sobre todo en los años ochenta. El Banco Mundial y el FMI sustituyeron a los acreedores privados que se retiraban de muchos países, pero todo ocurrió en cámara lenta durante un período de más de cinco años, no en unas pocas semanas o meses. La intervención del FMI en la crisis asiática se juzgó mucho

más eficiente porque no tuvimos cinco años de estancamiento en el proceso de negociación entre deudores y acreedores. Pero acaso, al reducir el costo del incumplimiento, exacerbó el problema del daño moral. ■

Esta entrevista se basa en un estudio ampliado de los autores que se publicará próximamente. Véase una versión inicial del estudio en *Early Ideas on Sovereign Bankruptcy: A Survey*, documento de trabajo del FMI WP/02/57, que puede consultarse en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org).

Propuestas sobre los procedimientos de quiebra en el contexto de la deuda soberana

		ENFOQUES			
		Se modifica la legislación			
MOTIVO	Se modifican principalmente las políticas oficiales	Se modifican los contratos de deuda	Derecho internacional		
			Leyes nacionales	Función limitada para las instituciones internacionales	Función amplia para las instituciones internacionales
Renegociaciones ineficientes	Oechsli (1981)		Miller (1991)	Debevoise (1984)	Barnett y otros (1984) Cohen (1989) Raffer (1990) Reinisch (1994)
Renegociaciones ineficientes más corridas sobre deuda		Eichengreen y Portes (1995)	Hurlock (1995)		Sachs (1995) Departamento Jurídico del FMI(1995)
Renegociaciones ineficientes y/o corridas sobre deuda más daño moral	Grupo de Trabajo del Grupo de los Diez (1996) Haldane y M. Kruger (2001)	Eichengreen(2000) Taylor (2002)	Macmillan (1995)	Schwarcz (2000) Krueger (2002)	Chun (1996) Krueger (2001)

Barnett, Barry C., Sergio J. Galvis y Ghislain Gouraige, Jr., 1984, "On Third World Debt," *Harvard International Law Journal*, vol. 25 (primer trimestre), págs. 83–151.

Chun, John H., 1996, "Post-Modern Sovereign Debt Crisis: Did Mexico Need an International Bankruptcy Forum?" *Fordham Law Review*, vol. 64 (mayo), pág. 2647.

Cohen, Benjamin, 1989, "A Global Chapter 11," *Foreign Policy*, vol. 75, págs. 109–11.

———, 1989, "Developing Country Debt: A Middle Way," *Princeton Essays in International Finance* 173 (Princeton: Princeton University Press).

Debevoise, Whitney, 1984, "Exchange Controls and External Indebtedness: A Modest Proposal for a Deferral Mechanism Employing the Bretton Woods Concepts," *Houston Journal of International Law*, vol. 7 (cuarto trimestre), págs. 157–68.

Eichengreen, Barry, 2000, "Can the Moral Hazard Caused by IMF Bailouts Be Reduced?" *Geneva Reports on the World Economy Special Report* 1, agosto.

——— y Richard Portes, 1995, *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors* (Londres: Centro de Estudios de Política Económica).

Fondo Monetario Internacional, Departamento Jurídico, 1995, "Note on an International Debt Adjustment Facility for Sovereign Debtors," EBS/95/90, 26 de mayo de 1995 (informe interno no publicado para su presentación al Directorio Ejecutivo del FMI).

Grupo de los Diez, 1996, *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises. A Report to the Ministers and Governors Prepared Under the Auspices of the Deputies*, mayo de 1996 (puede consultarse en el sitio del BPI en Internet, <http://www.bis.org/publ/other.htm#Gten>).

Haldane, Andy y Mark Kruger, 2001, "The Resolution of International Financial Crises: Private Finance and Public Funds," *Bank of Canada Working Paper* 2001–20, noviembre de 2001.

Hurlock, James, 1995, "The Way Ahead for Sovereign Debt," *Euromoney*, agosto, págs. 78–9.

Krueger, Anne, 2001, "Arquitectura financiera internacional para 2002: Un nuevo enfoque para la reestructuración de la deuda soberana", discurso pronunciado en la cena anual del Club Nacional de Economistas, Instituto Americano de Empresa, Washington, 26 de noviembre (véase <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/sp01ind.htm>).

———, 2002, "Nuevos enfoques para la reestructuración de la deuda soberana: Un plan actualizado", discurso pronunciado en la Conferencia sobre la renegociación de la deuda soberana: Esperanzas y riesgos, Instituto de Economía Internacional, Washington, 1 de abril de 2002 (véase <http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/040102.htm>).

Macmillan, Rory, 1995, "Towards a Sovereign Debt Work-Out System," *Northwestern Journal of International Law and Business*, vol. 16, págs. 57–75.

Miller, Brett H., 1991, "Sovereign Bankruptcy: Examining the United States Bankruptcy System as a Forum for Sovereign Debtors," *Law and Policy in International Business*, vol. 22, págs. 107–32.

Oechsli, Christopher G. 1981, "Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Reform Act," *Virginia Journal of International Law*, vol. 21, págs. 305–41.

Raffer, Kunibert (1990), "Applying Chapter 9 Insolvency to International Debts: An Economically Efficient Solution with a Human Face," *World Development*, 18 (2): págs. 301–11.

Reinisch, agosto de 1994, "The Need for an International Insolvency Procedure," *Österreichisches Bank-Archiv*, vol. 42, págs. 115–28.

Sachs, Jeffrey D., 1995, "Do We Need an International Lender of Last Resort?" Frank D. Graham Lecture at Princeton University 8, 20 de abril de 1995 (manuscrito no publicado que puede consultarse en el sitio <http://www.ksg.harvard.edu/cid/ciddirector/publicat.html#Working>).

Schwarcz, Steven L., 2000, "Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach," *Cornell Law Review*, vol. 85, págs. 101–87.

Taylor, John, 2002, "Reestructuración de la deuda soberana: Perspectiva de Estados Unidos", discurso pronunciado en la Conferencia sobre la renegociación de la deuda soberana: Esperanzas y riesgos, Instituto de Economía Internacional, Washington, 1 de abril de 2002 (disponible en <http://www.treas.gov/press/releases/po2056.htm>).



Comité de Bretton Woods

Reestructuración de la deuda, comercio exterior y ayuda: Propuestas y debates



Grant Aldonas

El Comité de Bretton Woods, grupo sin fines de lucro con sede en Estados Unidos que desde 1983 promueve cuestiones vinculadas al desarrollo y las finanzas internacionales, celebró el 6 de junio su reunión anual, desbordante de ideas nuevas y temas candentes, con la participación de altos funcionarios del FMI, el Banco Mundial, autoridades locales y europeas, e investigadores. En medio de animados debates sobre comercio exterior, ayuda y desarrollo, se destacó una nueva propuesta para la reestructuración de la deuda internacional.

Reestructuración de la deuda y solución de controversias.

Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI, dio a conocer los nuevos elementos del mecanismo que ha propuesto para la reestructuración de la deuda soberana; en este caso, un foro para la solución de controversias (en la pág. 193 figuran fragmentos de su intervención). Si los países miembros del FMI lo aceptan, el foro servirá para que los deudores soberanos y sus acreedores puedan reestructurar la deuda de manera ordenada, y también para los acreedores enfrentados en controversias.

El foro carecería de autoridad para impugnar las decisiones de los países miembros del FMI en cuanto a la idoneidad de las políticas y la viabilidad de la deuda. Su credibilidad y legitimidad se fundamentarían en la capacidad para resolver controversias entre los



Gerard Depayre

acreedores —y con los deudores— con manifiesta equidad para todas las partes. “En un mundo en el que la masa de acreedores de los prestatarios soberanos es difusa y variada,” explicó Krueger, “se necesita un medio para superar los problemas de coordinación y acción colectiva que impiden una reestructuración oportuna y eficiente. Creemos que la mejor alternativa es un foro de solución de controversias que tenga tamaño reducido, funciones limitadas y miembros manifiestamente independientes.”

Comercio exterior: Roces transatlánticos

La falta de solución a las desavenencias comerciales entre Estados Unidos y la Unión Europea (UE) amenaza con quebrar lazos económicos críticos. Afanosamente a la búsqueda de una salida, Grant Aldonas, Subsecretario de Comercio Internacional de Estados Unidos, señaló que la Ronda de Doha será el marco idóneo para resolver esta clase de disputas, en tanto que Gerard Depayre, Subjefe de la delegación de la UE en Washington, destacó que las controversias comerciales transatlánticas sobre agricultura y acero no deberían distorsionar el vínculo global de cooperación entre ambos socios. Con todo, lo que más preocupa últimamente a los miembros de la UE es que las recientes subvenciones instituidas por Estados Unidos a favor del sector agrícola interno amenazan con socavar la incipiente reforma de la política agrícola común europea. Haciéndose

El FMI autoriza a Brasil a girar hasta US\$10.000 millones

El 18 de junio, el Directorio Ejecutivo del FMI anunció que Brasil está autorizado a efectuar de inmediato giros por un monto de hasta US\$10.000 millones aproximadamente (DEG 7.700 millones) en el marco del acuerdo aprobado por el FMI por un monto de US\$15.700 millones (DEG 12.140 millones). La decisión del Directorio, tras el tercer examen de los resultados económicos logrados por Brasil en el marco de un acuerdo de derecho de giro, amplía en unos US\$4.800 millones (DEG 3.700 millones) el monto de US\$5.200 millones (DEG 4.000 millones) que ya estaba disponible, si bien no se había utilizado, en el marco de anteriores exámenes.

Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente y Presidenta Interina, señaló que a pesar de los sólidos resultados económicos logrados por Brasil, la evolución de los mercados financieros en las últimas semanas indica que se justifica plenamente el compromiso de las autoridades de mantener un enfoque cauteloso en materia de política macroeconómica. Según Krueger, las medidas anunciadas el 13 junio deberían reforzar

los ya sólidos parámetros fundamentales del país y contribuir a estabilizar los mercados financieros. En particular, el aumento de la meta de superávit primario para el sector público consolidado debería contribuir a mejorar la dinámica de la deuda pública, mientras que la reciente restricción de la liquidez debería ofrecer respaldo al real. El acuerdo previsto de recompra de la deuda externa debería contribuir a mejorar el acceso de las empresas brasileñas a los mercados internacionales de capital y fortalecer el real. La reducción del nivel mínimo de reservas internacionales netas en el marco del programa facilitará esta operación sin que se reduzca el margen de maniobra del banco central.

En el mediano plazo, señaló Krueger, los progresos en la reducción de las grandes necesidades de financiamiento externo del país, las necesidades de financiamiento del sector público y la gran proporción de deuda pública a tasas variables o vinculadas al tipo de cambio, así como los avances en los demás elementos del programa de reforma estructural, deberían contribuir a fortalecer aún más la situación de Brasil.

Véase el texto completo de la nota informativa 02/50 sobre Brasil en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org).

eco de Aldonas, Depayre alentó a ambas partes a aprovechar Doha para descomprimir la situación.

¿Nuevo consenso sobre la ayuda?

Entrando en un campo en el que la convergencia de opinión parece estar imponiéndose, James Wolfensohn, Presidente del Banco Mundial, declaró que la comunidad internacional ha llegado a un importante punto de inflexión. Los países en desarrollo han aceptado el valor de la apertura de mercado, la privatización, el espíritu de empresa y la autoayuda, y la Conferencia sobre la Financiación para el Desarrollo celebrada en México en marzo de 2002 los ayudó a tomar plena conciencia de que en ellos recae en última instancia la responsabilidad por el éxito o el fracaso de sus estrategias económicas y por su grado de participación en la economía mundial. Los países industriales, por su parte, han comenzado a reconocer que el logro de los objetivos de desarrollo del milenio exigirá más esfuerzos y generosidad. Urge actuar mancomunadamente ahora que el mundo sabe que “el muro imaginario que separaba a los ricos de los pobres se desplomó” el 11 de septiembre. Afirmó Wolfensohn, “No hay dos mundos. Hay uno solo”.

En el contexto del desarrollo mundial, John Taylor, Subsecretario del Tesoro de Estados Unidos, mencionó las grandes diferencias de productividad entre los países ricos y los pobres como principal obstáculo para los países en desarrollo, afirmando que es resultado de una gestión de gobierno deficiente, insuficiencias en la educación y restricciones a la actividad comercial. Para eliminarlo, la asistencia externa deberá estar mejor focalizada y apuntar a resultados.

Obstáculos sociopolíticos al crecimiento

Con todo, aunque la ayuda puede facilitar el crecimiento, la estabilidad sociopolítica es crucial para el progreso económico. Este concepto fundamental surgió de sendas declaraciones de Richard Murphy, del Consejo de Relaciones Exteriores, y José Ángel Gurría, ex Ministro

de Finanzas y Relaciones Exteriores de México. Refiriéndose a Oriente Medio, Murphy sugirió que “el sufrimiento y la falta de esperanza” que son la semilla de tanto terrorismo reciente no desaparecerán sin un mayor desarrollo económico y un “mayor compromiso con la vida política nacional por parte de una juventud relativamente instruida, pero marginada y llena de ira”.

Apuntando a la relación ambivalente entre los mercados emergentes y las instituciones financieras internacionales, Gurría felicitó a las de Bretton Woods por saber mantenerse a tono con las necesidades de América Latina. Sin embargo, advirtió que es necesario vigilar las tendencias políticas recientes de la región, sobre todo la insatisfacción ciudadana con políticas que son “más de lo mismo” y la creciente influencia que tienen en la formulación de medidas organizacionales no gubernamentales no electas. Según Gurría, se ha llegado a un punto en que los dirigentes democráticamente elegidos temen actuar para no ofender a esos grupos. ■

John Starrels
Departamento de Relaciones Externas del FMI



James Wolfensohn



John Taylor

Anoop Singh dirigirá el Departamento del Hemisferio Occidental

El Director Gerente del FMI, Horst Köhler, anunció el 10 de junio que Anoop Singh, quien ocupa actualmente el cargo de Director de Operaciones Especiales, sucederá a Claudio Loser en el cargo de Director del Departamento del Hemisferio Occidental. Singh asumirá las funciones de Director designado de este Departamento hasta la jubilación del Sr. Loser a finales de este año. Entretanto, Singh permanecerá en su cargo actual en la unidad de Operaciones Especiales. La gerencia proyecta integrar esta unidad en la estructura orgánica del FMI y ampliar la capacidad del FMI para gestionar y prevenir las crisis financieras.

Singh, de nacionalidad india, tiene más de 25 años de experiencia en el FMI. Antes de ser nombrado Director de Operaciones Especiales en febrero de 2002, desempeñó el cargo de Subdirector del Departamento de Asia y el Pacífico y ocupó diversos cargos directivos dentro del FMI. A principios de los años ochenta, Singh asumió el cargo de Asesor Especial del Gobernador del Banco de Reserva de India. Posteriormente, cedido en comisión de servicio por el FMI, fue Asesor Superior del Vicepresidente del Banco Mundial para Asia. Köhler señaló que Singh ha demostrado sólidas capacidades directivas a nivel intelectual y operativo en una gran variedad de funciones. Su experiencia le ayudará a afrontar los desafíos de su nuevo cargo en esta región tan importante.

Köhler también rindió homenaje a la labor de Loser, haciendo referencia a los excelentes servicios prestados al FMI durante su distinguida carrera. Loser ocupa el cargo de Director del Departamento del Hemisferio Occidental desde 1994.

Véase el texto completo de la nota informativa No. 02/46 en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org).



Uso del crédito del FMI

(Millones de DEG)

	Mayo de 2002	Enero– mayo de 2002	Enero– mayo de 2001
Cuenta de Recursos Generales	436,13	9.383,88	7.668,73
Acuerdos de derecho de giro	50,00	8.722,51	7.609,93
SCR	0,00	0,00	4.007,28
SAF	386,13	661,37	58,80
SFC	0,00	0,00	0,00
SCLP	0,00	323,03	283,89
Total	436,13	9.706,91	7.952,62

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

Entrevista a Daniel Yergin

A partir de los años setenta repuntó la confianza en los mercados, pero el péndulo podría estar oscilando



Yergin: “Desafortunadamente, cuando a los países les va bien se les descarta del debate y, aunque parezca extraño, no se les tiene en cuenta”.

Por invitación del Departamento de Relaciones Externas, el escritor Daniel Yergin —laureado con el Premio Pulitzer— vino el 4 de junio al FMI para conversar con el personal sobre The Commanding Heights: The Battle for the World Economy (“Los puestos de mando”). Esta serie de seis horas de duración —transmitida por la cadena pública de televisión— se basa en un libro del mismo título escrito por Yergin y Joseph Stanislaw. Relata el episodio de la pugna entre las ideas económicas, especialmente en relación con el papel del gobierno en el mercado, tema que ocupó gran parte de la historia del siglo XX. Al finalizar el debate, Yergin habló con Prakash Loungani del Departamento de Relaciones Externas.

LOUNGANI: ¿Cuál es el tema central de “Los puestos de mando”?

YERGIN: Son dos: el tira y afloja entre los gobiernos y los mercados para controlar los puestos de mando de la economía —la expresión de Lenin para los sectores estratégicos— y el amplio y doloroso debate sobre el impacto de la globalización, particularmente la nueva ola que comenzó con la caída del muro de Berlín. El comercio mundial se ha duplicado desde esa época.

LOUNGANI: ¿Cuál fue su acogida? ¿Será televisada fuera de Estados Unidos?

YERGIN: Las críticas han sido excelentes y la respuesta, tanto de los sectores público como privado y académico, ha sido positiva. También es alentador cuando la gente me dice que sus hijos adolescentes se pegaron a la pantalla. Me sorprendió descubrir que en Amazon el vídeo de “Los puestos de mando” sobrepasó en ventas al de “La guerra de las galaxias”. Pensamos que la serie será televisada en decenas de países. Como complemento tenemos un excelente sitio en Internet [www.pbs.org/wgbh/commandingheights].

LOUNGANI: Las dificultades para definir la globalización y sus inicios no parecen menoscabar el debate sobre su impacto.

YERGIN: Efectivamente. Mi hijo insiste en que la globalización comenzó en 1964 cuando Los Beatles hicieron su primera gira mundial. Otros consideran que existe hace ya quinientos años a partir de la imprenta móvil y

“la era de los descubrimientos”. Existe una cierta arbitrariedad con respecto a la fecha en que se inició. Creo que la globalización moderna comenzó después de la segunda guerra mundial, cuando algunos pensadores se sentaron a reflexionar sobre las enseñanzas que había que derivar de las dos guerras mundiales y la Depresión, y tomaron medidas para que jamás se repitieran. Posteriormente vimos ocho rondas de negociaciones comerciales y una inconmensurable expansión del comercio. Yo diría que la segunda era de globalización comenzó al derrumbarse el comunismo con la gran expansión del comercio en los años noventa.

LOUNGANI: Usted aboga por el comercio libre pero otros son más cautelosos en cuanto a su impacto.

YERGIN: El comercio ha sido el camino de salida de la pobreza para muchos países. Desafortunadamente, cuando a los países les va bien se les descarta del debate y, aunque parezca extraño, no se les tiene en cuenta. Hace 40 años, Singapur era tan pobre que algunas personas dudaban de su propia existencia como país. Hoy su ingreso por habitante es superior al del Reino Unido. En los años sesenta, Corea e India tenían niveles similares de ingreso, pero hoy Corea es veinte veces más rica. ¿Por qué? En gran parte porque se integró en la economía mundial y la India no. Hubo otros motivos, pero ése fue el principal. Desde su apertura comercial, a la India le ha ido mucho mejor. Los protagonistas más dinámicos en la economía moderna son los países recientemente globalizados. A mi juicio, una de las principales enseñanzas de la historia es el potencial y la importancia del comercio como motor de reducción de la pobreza. El concepto de “los beneficios del comercio” es tan obvio para los economistas que dan por sentado que el resto de la gente lo va a comprender, pero no todos lo captan.

LOUNGANI: ¿Y en cuanto al impacto del comercio sobre la desigualdad de ingresos? Se dice que el comercio lleva a una repartición desigual del botín.

YERGIN: Tras desmenuzar este tema en China, durante sus años de arresto domiciliario, Deng Xiaoping salió con su famosa declaración: “Tengo una opción: puedo distribuir riqueza o puedo distribuir pobreza”. Se puede tener un sistema en el que todos son iguales y muy pobres. O se puede tener un sistema de mercado, que funciona mediante incentivos y una distribución desigual de los ingresos. Y, con los sistemas de mercado, siempre se corre el riesgo de extralimitarse. La avaricia es galopante, los valores se menoscaban y la corrupción aumenta. Pero, como lo demostró la experiencia comunista, en los sistemas controlados existe el mismo riesgo.

LOUNGANI: Muchos señalan a África como ejemplo de los peligros de la globalización ya que ayuda a ciertos países y deja atrás a otros. A menudo se culpa al FMI y al Banco Mundial por esa situación.

YERGIN: Son ejemplos de lo que Jagdish Bhagwati llama “la falacia de la culpa mal asignada”. Estaba yo hace poco en un programa de televisión cuando el otro invitado dijo que el FMI y el Banco Mundial eran responsables de la crisis de SIDA en África. ¿Disculpe? ¿Será la globalización, o más bien la crisis en el sector de la salud, la corrupción, el caos, los obstáculos a la creación de empresas, las guerras y los conflictos étnicos, los que causaron tanto sufrimiento en el continente africano? Tampoco me convence que el comercio y la globalización aumenten el potencial de conflictos u otros problemas. Hoy India está al borde de un conflicto; ¿sería sensato aseverar que fue causado por el enorme incremento de sus exportaciones de productos informáticos?

LOUNGANI: Hablemos de la pugna entre mercados y planificación centralizada. Brink Lindsey, del Instituto Cato, dice en su nuevo libro que la mano muerta del pensamiento estadista aún permea gran parte del mundo.

YERGIN: Hay que reconocer el cambio, a partir de los años setenta, hacia una mayor confianza en los mercados, aun cuando, como señala Lindsey, muchos países quedaron rezagados. En los años setenta en Estados Unidos había controles de precios y salarios; en India se preconizaba la economía mixta; en todo el mundo en desarrollo, con la excepción de Asia oriental, existía una absoluta desconfianza del capital extranjero. Las teorías de las relaciones internacionales hablan del equilibrio de poderes. En los debates sobre el mercado frente al estado, hay que pensar en el equilibrio de confianza. Creo que la balanza se ha inclinado obviamente hacia los mercados. Pero en estos últimos tiempos, el péndulo ha comenzado a oscilar hacia el otro lado.

LOUNGANI: ¿Por qué?

YERGIN: Por varios motivos. La creciente preocupación sobre la seguridad desde el 11 de septiembre obviamente le da al Estado un papel más preponderante. La experiencia de Argentina suscita algunas dudas respecto del funcionamiento de la economía de mercado. La caída de Enron y de otras empresas plantea problemas de gestión empresarial, de saber si los mercados pueden autorregularse, o si van a necesitar una mano pública más fuerte, o por lo menos un cambio en las regulaciones. Ahora nuestra mira está en la gestión empresarial. Y, por supuesto, hay menos optimismo económico y más angustia.

LOUNGANI: De esos tres ejemplos, sin duda el de Argentina es el que más le interesa al FMI. ¿Qué opina usted de esta experiencia?

YERGIN: Durante muchos años Argentina fue el niño modelo de la reforma y Rusia el niño malo. Ahora los

devenires mutaron. Argentina enfrenta una pesadilla económica y algunos querrán culpar a la reforma, al libre mercado y —como usted bien sabe— al FMI. Sin embargo, salta a la vista que el problema real fue no reformar lo suficiente. Las reformas de Argentina en realidad se frenaron a mediados de los años noventa. Una cultura política que acumuló una deuda de US\$142.000 millones, cuyo servicio fue imposible de atender, las relaciones entre el gobierno federal y las provincias, y la corrupción, éstos fueron algunos de los problemas.

LOUNGANI: Independientemente de la raíz de los problemas, ¿la experiencia de Argentina podría descarrilar la reforma en el resto de la región?

YERGIN: Habría que observar más individualmente a los otros países y comparar, por ejemplo, las experiencias de Argentina con las de Chile. En su entrevista para el programa, el Presidente Ricardo Lagos de Chile dijo que la reforma preparó a su país para un mundo más abierto. Recuerden que esta publicidad viene de un acérrimo opositor de Augusto Pinochet; Lagos iba a ser designado Embajador ante Moscú por Salvador Allende. Hoy Chile ya tiene 14 años de democracia y el país ha avanzado considerablemente. México continúa demostrando las ventajas de la integración en la economía mundial. Venezuela está en una situación delicada. En Brasil, mucho va a depender del resultado de las elecciones. En general, hoy tenemos más interrogantes y menos optimismo.

LOUNGANI: En su libro “El Premio” usted dice que “el petróleo es 10% negocio y 90% política”. ¿Todavía lo aseveraría?

YERGIN: Esa aseveración se refería al negocio del petróleo en los años treinta, pero recalca la naturaleza peculiar de ese producto. La política sigue permeando el negocio. Casi siempre, el petróleo es un producto más, pero —debido a que está íntimamente entrelazado con la geopolítica— no ha perdido su capacidad de convertirse rápidamente en un producto estratégico importante. Por lo general, el sistema de oferta del combustible es grande, complejo y elástico. De hecho, impresiona su gran magnitud y lo bien que funciona. Y está impulsado cada vez más por el mercado. Incluso en el sector energético, hemos pasado de magnates nacionales a conglomerados transnacionales. Tenemos empresas eléctricas internacionales. Tenemos empresas petroleras rusas privadas, todavía con un dejo de públicas, pero muy diferentes a lo que eran antes.

Sin embargo el sector aún está sujeto a los vaivenes políticos. Hay pugnas en Venezuela. Hay incertidumbre con

La caída de Enron y de otras empresas plantea problemas de gestión empresarial, de saber si los mercados pueden autorregularse, o si van a necesitar una mano pública más fuerte, o por lo menos un cambio en las regulaciones.

—Daniel Yergin



Fotos: Denio Zara, Padraic Hughes, Pedro Márquez y Michael Spilotro del FMI; Comité de Bretton Woods, págs. 200–01.

respecto a cómo evolucionarán las cosas en Oriente Medio. Hay muchos intereses creados en esa región, desde presiones demográficas a la influencia de la televisión por satélite, cuyo impacto se comprende cada vez más. Cuando entrevisté a Margaret Thatcher para “Los puestos de Mando”, ella me recordó la Ley de Thatcher: “Lo inesperado ocurre”. Ésa es una máxima fundamental de la seguridad energética. Ello explica que en los últimos meses los precios del petróleo hayan incluido “una prima del miedo” de hasta US\$5 y US\$6, aunque el barril haya bajado a US\$2 ó US\$3 dólares.



Yergin: “Necesitamos adoptar las reglas adecuadas para que el sistema mundial sea más flexible, más productivo y más legítimo. Las instituciones internacionales tienen que desempeñar un papel difícil, pero indispensable. Y deben cumplir con su función haciendo frente al mismo tiempo a una animosidad desinformada”.

LOUNGANI: Un segmento de la serie trata de la crisis financiera de Asia y de las crisis subsiguientes. A su juicio, ¿cuál fue la causa de la crisis asiática?

YERGIN: Se desencadenó en parte como resultado de mercados de capital débiles, de la acumulación de deuda a corto plazo, de problemas de gestión empresarial y del surgimiento de China, después de 1994, como una

potencia comercial competitiva. Como historiador económico también veo esa crisis como la explosión de la burbuja clásica. Uno a veces se olvida de la efervescencia reinante en el período anterior a la crisis, cerca de 1995–96. Tras un decenio de crecimiento sólido, Asia representaba el futuro. Predominaban “los valores asiáticos”. En la serie, citamos una entrevista con un director ejecutivo que dice: “Si no estamos en Asia mañana, llegamos demasiado tarde”. Esta burbuja fue una réplica de la burbuja japonesa de los años ochenta. De hecho, quise dramatizar esto en la serie mostrando un tren bala que sale de Tokio, pasa por un túnel y termina, visualmente, en el Sudeste asiático.

LOUNGANI: Muchos en el FMI, incluso yo mismo, consideramos muy equilibrado su tratamiento de la función de la institución en la crisis.

YERGIN: Gracias. Nuestro objetivo principal era relatar los hechos de manera clara y coherente, en lugar de abundar en clichés y asignar culpas. Fue una situación difícil y en constante evolución, y en cada caso sorprendimos a la gente. Fue así todo el tiempo: en Tailandia, Corea, Indonesia, Rusia, en el fondo especulativo Long Term Capital Management, en Brasil. Pero habría que

Publicaciones recientes

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

- 02/106: Switzerland: 2002 Article IV Consultation
- 02/107: Switzerland: Selected Issues
- 02/108: Switzerland: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes
- 02/109: Hungary: Selected Issues and Statistical Appendix
- 02/110: Hungary: Report on the Observance of Standards and Codes
- 02/111: Hungary: 2002 Article IV Consultation
- 02/112: Hungary: Financial System Stability Assessment Follow-up, including Reports on the Observance of Standards and Codes
- 02/113: Bangladesh: 2001 Article IV Consultation
- 02/114: Bangladesh: Selected Issues and Statistical Appendix

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

- 02/85: *When Is Economic Growth Pro-Poor? Experiences in Malaysia and Pakistan*, Mahmood H. Khan
- 02/86: *Determinants and Repercussions of the Composition of Capital Inflows*, Mark Carlson y Leonardo F. Hernández

- 02/92: *Macroeconomic Adjustment in a Highly Dollarized Economy: The Case of Cambodia*, Mario de Zamaroczy y Sapanha Sa
 - 02/93: *Escaping the Curse of Oil? The Case of Gabon*, Ludvig Soderling
 - 02/94: *The Role of Internal Audit in Government Financial Management: An International Perspective*, Jack Diamond
 - 02/95: *Why Is It So Hard to Finance Budget Deficits? Problems of a Developing Country*, Andrew Feltenstein y Shigeru Iwata
 - 02/96: *The Estonian Currency Board: Its Introduction and Role in the Early Success of Estonia's Transition to a Market Economy*, Adalbert Knöbl, Andres Sutt y Basil B. Zavoico
- Otros**
- Manual de transparencia fiscal* (US\$19,50)



Los pedidos deben dirigirse a: IMF Publication Services, Box X2002, 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 se publica información en inglés sobre el FMI, entre la que se incluye la versión completa en inglés del *Boletín del FMI*, el suplemento anual del *Boletín del FMI*, *Finanzas & Desarrollo*, el catálogo actualizado de publicaciones y los tipos de cambio diarios del DEG con respecto a 45 monedas. El texto completo en inglés de todos los documentos de trabajo del FMI y de los documentos de análisis de política económica también puede consultarse en dicho sitio. En www.imf.org/external/spa/index.htm se presenta una selección de documentos en español.

echar un vistazo hacia atrás y ver qué enseñanzas se pueden aprender con respecto a las políticas correctas para el futuro. ¿Es necesario imponer tasas de interés elevadas para estabilizar la moneda y la economía, o acaso la ahogarán? ¿Cuán altas deben ser? El tema merece un análisis razonado. ¿Qué tipo de dinero se fugó primero de los países asiáticos? Se ha comprobado que gran parte de este “dinero caliente” consistía en préstamos bancarios a corto plazo de bancos japoneses y europeos, así como dinero perteneciente a ciudadanos locales.

LOUNGANI: Pero si se trató de la explosión de la burbuja clásica, como usted señala, aun si tuviéramos la respuesta a esas preguntas, sería difícil prevenir totalmente esas crisis.

YERGIN: Por supuesto. Después de haber abarcado el amplio período histórico cubierto por la serie, uno se da cuenta de los resultados letales de la deuda, ya sea en Estados Unidos en 1929–31, la crisis de Asia, o la crisis de las telecomunicaciones aún candente. Uno acumula deuda porque supone que las cosas van a permanecer encarriladas como lo han estado en los últimos años, sin saber cuánto se ha acumulado en total en el sistema y sin pensar que la coyuntura económica puede cambiar de la noche a la mañana. Cuando hay auge, nadie quiere quedar atrás. Ése parece ser el mayor riesgo. Es como una especie de frenesí competitivo. Siempre hay mucha más deuda y muchas más instituciones vulnerables de lo que uno cree. No digo esto en desmedro de las medidas que se han adoptado, como las iniciativas para mejorar la transparencia, vigilar más de cerca la deuda privada o una mayor cautela en la liberalización demasiado prematura de la cuenta de capital.

LOUNGANI: Nuestro Director Gerente, en un comentario espontáneo, dijo recientemente que le preocupaba que: “a pesar de toda la retórica el mundo está en una situación difícil con amenazas de fragmentación”. ¿Qué opina?

YERGIN: Me parece increíblemente puntual. Concuerda con nuestra propia investigación. Trabajamos en base a tres escenarios posibles para el futuro: “globalismo”, “Leviatán” y “fragmentación”. Para mí, la cita más aterradora de la serie fue la de Friedrich von Hayek, quien dijo: “No nos dimos cuenta de cuán frágil era nuestra civilización”. Se estaba refiriendo a las balas asesinas que en 1914 desencadenaron 30 años de miseria incommensurable. El FMI y el Banco Mundial fueron creados en Bretton Woods en 1944 porque ciertos pensadores sabios y visionarios se sentaron a aprender las enseñanzas de aquellos 30 años para que nunca más las cosas se desajustaran tanto. ¿De qué trataban esas enseñanzas? Trataban de evitar la fragmentación y la interrupción de la cooperación entre las naciones.

Publicado en Internet, en inglés (www.imf.org)

Notas informativas

- 02/46: El FMI nombra a Anoop Singh Director del Departamento del Hemisferio Occidental, 10 de junio (véase la pág. 201)
- 02/47: Mauritania: El FMI concluye el quinto examen del acuerdo en el marco del SCLP y aprueba en principio el desembolso de US\$8 millones, 10 de junio
- 02/48: Mozambique: El FMI concluye el cuarto examen del acuerdo en el marco del SCLP y aprueba el desembolso de US\$11 millones, 17 de junio
- 02/49: La Gerencia del FMI recomienda la ampliación del acuerdo de derecho de giro a favor de Uruguay, 18 de junio
- 02/50: Brasil: El FMI concluye el tercer examen del acuerdo de derecho de giro, 18 de junio

Comunicados de prensa

- 02/27: República Democrática del Congo: El FMI aprueba un acuerdo en el marco del SCLP por un monto de US\$750 millones, 13 de junio
- 02/28: Zimbabwe: El FMI adopta una declaración de no cooperación y suspende la asistencia técnica, 14 de junio

Notas de información al público

- 02/58: El FMI concluye la consulta del Artículo IV de 2002 con Hungría, 5 de junio
- 02/59: El Directorio Ejecutivo del FMI examina las fórmulas de cálculo de las cuotas, 14 de junio
- 02/60: El FMI concluye la consulta del Artículo IV de 2002 con Saint Kitts y Nevis, 14 de junio

Discursos

“Reestructuración de la deuda soberana y solución de controversias”, Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI, reunión anual del Comité de Bretton Woods, Washington, 6 de junio (véase la pág. 193)

Transcripciones

- Conferencia de prensa de Thomas C. Dawson, Director del Departamento de Relaciones Externas del FMI, 6 de junio
- Conferencia de prensa sobre la publicación *Global Financial Stability Report*, 12 de junio (véase la pág. 193)

Tasas del FMI

Semana de	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
17 de junio	2,31	2,31	2,96
24 de junio	2,32	2,32	2,97

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).

Puede obtenerse información general sobre financiamiento y tasas del FMI en www.imf.org/external/fin.htm.

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

Todavía vivimos en un mundo de estados-nación y en un mercado mundial. Necesitamos adoptar las reglas adecuadas para que el sistema mundial sea más flexible, más productivo y más legítimo. Las instituciones internacionales tienen que desempeñar un papel difícil, pero indispensable. Y deben cumplir con su función haciendo frente al mismo tiempo a una animosidad desinformada. En momentos de tensión, espero que puedan encontrar su inspiración en los

fundadores de Bretton Woods recordando su visión para el futuro y el espíritu decidido y sagaz con el que se abocaron a su histórica tarea. ■

Puede adquirirse el vídeo de la serie *The Commanding Heights: The Battle for the World Economy* en Amazon.com o WGBH-TV Boston llamando al (800) 949-8670.

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.

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)				
Acuerdos de derecho de giro				
Argentina ¹	10 marzo 2000	9 marzo 2003	16.936,80	7.180,49
Brasil ¹	14 septiembre 2001	13 diciembre 2002	12.144,40	8.468,82
Bulgaria	27 febrero 2002	26 febrero 2004	240,00	208,00
Guatemala	1 de abril 2002	31 marzo 2003	84,00	84,00
Letonia	20 abril 2001	19 diciembre 2002	33,00	33,00
Lituania	30 agosto 2001	29 marzo 2003	86,52	86,52
Perú	1 febrero 2002	29 febrero 2004	255,00	255,00
Rumania	31 octubre 2001	29 abril 2003	300,00	248,00
Sri Lanka	20 abril 2001	19 agosto 2002	200,00	48,32
Turquía ¹	4 febrero 2002	31 diciembre 2004	12.821,20	4.627,20
Uruguay	1 abril 2002	31 marzo 2004	594,10	471,50
Total			43.695,02	21.710,85
Acuerdos en el marco del SAF				
Colombia	20 diciembre 1999	19 diciembre 2002	1.957,00	1.957,00
Indonesia	4 febrero 2000	31 diciembre 2003	3.638,00	1.926,72
Serbia/Montenegro	14 mayo 2002	13 mayo 2005	600,00	600,00
Ucrania	4 septiembre 1998	3 septiembre 2002	1.919,95	726,95
Total			8.164,95	5.210,67
Acuerdos en el marco del SCLP				
Armenia	23 mayo 2001	22 mayo 2004	69,00	59,00
Azerbaiyán	6 julio 2001	5 julio 2004	80,45	64,35
Benin	17 julio 2000	16 julio 2003	27,00	12,12
Bolivia	18 septiembre 1998	7 junio 2002	100,96	37,10
Burkina Faso	10 septiembre 1999	9 diciembre 2002	39,12	5,58
Cabo Verde	10 abril 2002	9 abril 2005	8,64	7,41
Camboya	22 octubre 1999	28 febrero 2003	58,50	16,72
Camerún	21 diciembre 2000	20 diciembre 2003	111,42	63,66
Chad	7 enero 2000	6 enero 2003	47,60	15,80
Côte d'Ivoire	29 de marzo de 2002	27 de marzo de 2005	292,68	234,14
Djibouti	18 octubre 1999	17 octubre 2002	19,08	10,00
Etiopía	22 marzo 2001	21 marzo 2004	100,28	41,72
Georgia	12 enero 2001	11 enero 2004	108,00	81,00
Ghana	3 mayo 1999	30 noviembre 2002	228,80	52,58
Guinea	2 mayo 2001	1 mayo 2004	64,26	51,41
Guinea-Bissau	15 diciembre 2000	14 diciembre 2003	14,20	9,12
Honduras	26 marzo 1999	31 diciembre 2002	156,75	48,45
Kenya	4 agosto 2000	3 agosto 2003	190,00	156,40
República Democrática Popular Lao	25 abril 2001	24 abril 2004	31,70	22,64
República Kirguisa	6 diciembre 2001	5 diciembre 2004	73,40	61,68
Lesotho	9 marzo 2001	8 marzo 2004	24,50	14,00
Madagascar	1 marzo 2001	29 febrero 2004	79,43	56,74
Malawi	21 diciembre 2000	20 diciembre 2003	45,11	38,67
Mali	6 agosto 1999	5 agosto 2003	51,32	19,65
Mauritania	21 julio 1999	20 diciembre 2002	42,49	12,14
Moldova	21 diciembre 2000	20 diciembre 2003	110,88	92,40
Mongolia	28 septiembre 2001	27 septiembre 2004	28,49	24,42
Mozambique	28 junio 1999	27 junio 2002	87,20	25,20
Níger	22 diciembre 2000	21 diciembre 2003	59,20	33,82
Pakistán	6 diciembre 2001	5 diciembre 2004	1.033,70	861,40
Santo Tomé y Príncipe	28 abril 2000	27 abril 2003	6,66	4,76
Sierra Leona	26 septiembre 2001	25 septiembre 2004	130,84	74,67
Tanzania	4 abril 2000	3 abril 2003	135,00	35,00
Vietnam	13 abril 2001	12 abril 2004	290,00	207,20
Zambia	25 marzo 1999	28 marzo 2003	278,90	174,08
Total			4.225,56	2.725,03
Gran total			56.085,53	29.646,55

¹Incluye 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

La reestructuración de las empresas es esencial para reactivar la economía después de las crisis

La reestructuración en gran escala de las empresas puede ser una de las tareas más difíciles a las que se enfrentan las autoridades económicas. Su necesidad aparece después de crisis financieras que hayan afectado a muchas empresas. Mark R. Stone, economista principal del Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios del FMI, afirma en un folleto de la serie Temas de economía, de próxima publicación, que, para el éxito de la reestructuración, el gobierno debe asumir el liderazgo y formular las prioridades de la misma, remediar las ineficiencias del mercado, reformar los regímenes jurídicos y tributarios y, tal vez el factor más importante, eliminar los obstáculos que interpongan los grupos de intereses poderosos.

Tras una década de resultados económicos flojos en Japón, muchos coinciden en que la economía no mejorará, ni se reducirá la vulnerabilidad a la crisis, sin una gran reestructuración del sector empresarial. La deuda de las empresas es muy alta debido a problemas de inversión y administración. La baja rentabilidad de las empresas guarda relación con los deficientes balances e ingresos operativos de los bancos. Se ha avanzado en la reducción de la deuda de las empresas en los últimos años, pero no sólo mediante el aumento de su patrimonio sino también rebajando considerablemente su crédito, lo que podría restringir el alcance de la expansión económica.

En 2002, las autoridades aceleraron la aplicación de medidas encaminadas a reactivar la reestructuración de las empresas. Se insta a los bancos y empresas a acordar planes extrajudiciales de reestructuración a cambio de la condonación de la deuda o su conversión en capital, siguiendo las pautas de los respectivos ministerios y asociaciones empresariales y bancarias.

Como lo ilustra el caso de Japón, la reestructuración en gran escala de las empresas suscitada por la mayor vulnerabilidad financiera o, como en otros países, una crisis financiera total, es una de las disyuntivas de política más complicada para los países. El gobierno está obligado a asumir el liderazgo, así sea indirectamente, para ordenar las metas de política, remediar ineficiencias del mercado, reformar el régimen jurídico y tributario, y frenar la resistencia de grupos de intereses poderosos.

Stone, autor de documentos y artículos sobre el sector empresarial, las crisis financieras y la política monetaria, señala que las buenas reestructuraciones de empresas guiadas por el gobierno generalmente siguen una secuencia. Primero, éste debe formular políticas macroeconómicas y jurídicas que sirvan como base. Posteriormente, deben empezar a establecerse los

incentivos adecuados para la participación de los bancos y el flujo de nuevos créditos. Sólo entonces podrá arrancar en serio la reestructuración, separando las empresas viables de las no viables, reestructurando las primeras y liquidando las segundas.

Cómo establecer las bases

La reestructuración en gran escala de las empresas suele ser necesaria cuando ocurre una crisis financiera sistémica, definida como una grave perturbación de los mercados financieros que les impide funcionar y por ende afecta la economía. La relación entre los sectores empresarial y financiero que implica una crisis sistémica exige que ambos se reestructuren al mismo tiempo. Stone sostiene que la reestructuración debe tener bases sólidas establecidas por las diversas medidas de política económica adoptadas por el gobierno:

- La consolidación de la estabilidad económica general generará la confianza que exige la reestructuración de la deuda. Los precios, tasas de interés y tipos de cambio estables harán que los deudores, acreedores e inversionistas potenciales tengan la certeza que requieren los negocios.
- Deben determinarse con rapidez la escala y naturaleza de los problemas de las empresas a fin de saber si son sistémicos y si por ende el gobierno debe asumir el liderazgo.
- En cuanto se juzgue que la crisis es sistémica y debe involucrar a todas las partes interesadas, debe diseñarse una estrategia global de reestructuración que incluya los sectores empresarial y financiero.
- Se requiere un entorno jurídico, normativo y contable propicio. Son aspectos jurídicos importantes las normas para la ejecución de garantías prendarias, inversión extranjera y fusión y compra de empresas.
- La administración de empresas debe ajustarse a las normas internacionales a fin de incitar a las empresas viables a reestructurar sus balances y maximizar su valor.
- La clausura de empresas no viables tendrá costos sociales que podrían exigir medidas del gobierno para ayudar a los sectores pobres y mantener apoyo político para la reestructuración. Las medidas sociales deben formularse en cooperación con las empresas y sindicatos.

Sector financiero. Incluso una vez sentadas las bases, la reestructuración de empresas no puede empezar a avanzar sin un gran impulso en la reestructuración del sector financiero. Las pérdidas de capital de los bancos a raíz de la crisis suelen reducir acusadamente los préstamos a las empresas, sean viables o no, agravándose la contracción general. Además, los bancos





Laura Wallace

Directora

Sheila Meehan

Elisa Diehl

Natalie Hairfield

Jacqueline Irving

Redactoras

Philip Torsani

Director de artes gráficas

Julio R. Prego

Diseñador gráfico

Con la colaboración de
Prakash Loungani

Edición en español

División de Español
Departamento de Tecnología
y Servicios Generales

Lourdes Reviriego

Traducción

Magdalena Copeland

Corrección de pruebas

Tania Fragnaud

Autoedición

El *Boletín* (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 23 números en español, francés e inglés, además del *Suplemento sobre el FMI* y un índice anual. Las opiniones e información publicadas no representan necesariamente la posición oficial del FMI. Los mapas que se publican para orientar a los lectores provienen de la sexta edición de *Atlas of the World*, de National Geographic; los nombres y las fronteras que aparecen en los mismos no reflejan la posición del FMI con respecto a la situación jurídica de ningún territorio, ni tampoco la conformidad de la institución en relación con dichas fronteras. El material publicado puede reproducirse mencionando la fuente de información. Las cartas a la directora 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 X2002, IMF, Washington D.C. 20431, EE.UU. Tel: (202) 623-7430. Fax: (202) 623-7201. Correo electrónico: publications@imf.org.

1 de julio de 2002

208

deben tener el capital y los incentivos para participar en la reestructuración.

La primera tarea consiste en separar, en lo posible, a las instituciones financieras viables de las no viables. Para ello, puede ser útil el financiamiento y la asistencia técnica de las instituciones financieras internacionales. Los bancos no viables deben intervenir y al final sus activos enajenarse o transferirse a una sociedad de gestión, y los bancos viables deben recapitalizarse.

Sector empresarial. La reestructuración de las empresas sólo puede empezar cuando los bancos y los participantes en el mercado estén dispuestos, y puedan, participar. Como en el caso del sector financiero, primero hay que separar las empresas viables de las no viables. Las empresas no viables son aquellas cuyo valor de liquidación es mayor que su valor como empresa, considerando el costo potencial de la reestructuración, el tipo de cambio de "equilibrio" y las tasas de interés. La clausura de las empresas no viables impide que absorban crédito o agraven las pérdidas de los bancos, pero es más difícil detectar las empresas no viables cuando todo el sector empresarial registra malos resultados a raíz de la crisis. La liquidación puede agilizarse creando juzgados especiales o nuevas leyes de bancarrota.

¿Cuáles son las opciones del gobierno?

Stone concluye que la función del gobierno en la reestructuración de las empresas depende mucho de las particularidades del país, las consecuencias sociales y la participación de los diferentes elementos de la sociedad. Por consiguiente, existen pocos principios operativos o reglas obvias de política, especialmente en comparación con otras áreas estructurales, como la liberalización de la cuenta de capital y la reforma del mercado laboral.

Stone define cinco métodos de reestructuración guiada por el gobierno y presenta ejemplos de lo ocurrido en Chile, Hungría, México, Polonia y Tailandia. Los cinco enfoques, de menor a mayor participación del gobierno, son la mediación del gobierno, los incentivos con financiamiento público, la recapitalización de los bancos, la creación de sociedades de gestión de activos con financiamiento público y el nombramiento de un director que acelere la reforma.

Los incentivos financieros en un sistema preestablecido con financiamiento público pueden ser útiles si los problemas son sistémicos, las ineficiencias del mercado o regulatorias impiden la reestructuración, y el gobierno dispone de suficientes recursos fiscales. Una sociedad de gestión de activos puede comprar



carteras morosas, inyectar capital a bancos y empresas, negociar con deudores y participar activamente en el financiamiento y operación de la reestructuración. Stone sostiene que este enfoque es útil cuando hay muchas empresas en problemas y existen elementos microeconómicos que estorban seriamente la reestructuración.

Enseñanzas de lo ocurrido en los países

¿Qué puede deducirse de los casos de estos países?

Stone plantea las siguientes enseñanzas generales:

- Los gobiernos deben estar listos para asumir una función importante en cuanto se juzgue que la crisis es sistémica.
- Es esencial un entorno macroeconómico y jurídico acertado y propicio.
- Debe actuarse con rapidez para contrarrestar los costos sociales de la crisis y la reestructuración.
- La reestructuración debe basarse en una estrategia global y transparente que abarque los sectores empresarial y financiero.
- Las metas de la reestructuración deben formularse desde el principio, y las leyes que rijan las instituciones que se creen para esos fines deben contener cláusulas de caducidad.
- Es esencial la persistencia en la adopción de procedimientos de bancarrota efectivos ante las presiones de los grupos de interés.
- El gobierno debe reducir su función en la economía una vez que cumpla sus metas de reestructuración a fin de sentar las bases para un mayor crecimiento a largo plazo.
- La reestructuración en gran escala de empresas después de una crisis demora unos cinco años, en promedio.
- Por último, las crisis también pueden estimular las perspectivas de crecimiento a largo plazo al debilitar intereses especiales que entorpecían el cambio y contribuir al éxito de la reestructuración de las empresas. ■

Jeremy Clift

Departamento de Relaciones Externas del FMI

En julio podrán solicitarse ejemplares gratuitos del folleto de la serie Temas de economía, *Corporate Sector Restructuring: The Role of Government in Times of Crisis*, de Mark R. Stone, a IMF Publication Services. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 204.