

Proceso de evaluación

El Directorio Ejecutivo considera la operación de una oficina de evaluación independiente

En un comunicado de prensa publicado el 18 de agosto, el Directorio Ejecutivo del FMI anunció que el 3 de agosto había considerado la posibilidad de autorizar el inicio de las operaciones de la oficina de evaluación independiente (comunicado de prensa No. 00/27) y que, además, había aprobado la publicación de un documento de antecedentes que, junto con las observaciones finales del Presidente, sirvió como base para ese estudio.

Los directores ejecutivos acogieron favorablemente el documento preparado por el grupo de evaluación del Directorio Ejecutivo y observaron que sus propuestas contribuirán en gran medida al inicio de las operaciones de la oficina de evaluación independiente del FMI. El Directorio presentará un informe a la Junta de Gobernadores sobre el establecimiento de la oficina de evaluación durante las Reuniones Anuales de Praga. Los directores estiman que la oficina estará

funcionando antes de la reunión del Comité Monetario y Financiero Internacional, que tendrá lugar en abril de 2001 en Washington. Señalaron que la oficina representa un complemento importante a la labor de análisis y evaluación global del FMI, lo cual permitirá a la institución absorber mejor las enseñanzas adquiridas para mejorar su labor futura.

A continuación se presentan fragmentos editados de las observaciones finales de Horst Köhler, Director Gerente del FMI. El texto completo, los comunicados de prensa Nos. 00/27 y 00/49 y el documento de antecedentes, pueden consultarse, en inglés, en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org).

“Se trató de determinar, en particular, cuál es la mejor forma de garantizar que la labor de la oficina de evaluación respalde plenamente la función supervisora del Directorio Ejecutivo y *(Continúa en la pág. 274)*

Seminario del Instituto del FMI

Frankel: No existe un régimen cambiario apropiado para todos los países y todas las épocas

Jeffrey Frankel llegó a Washington para tratar de hacer participar a los economistas del FMI en su búsqueda del “medio campo” perdido, es decir, de ese amplio sector central que completa el espectro entre los sistemas extremos de tipos de cambio fijos y flotantes. En una animada exposición realizada en un seminario del Instituto del FMI el 7 de agosto, Frankel pasó revista a estudios y políticas cambiarias, pero dedicó especial atención a un enigma: ¿Por qué, si tras la crisis asiática está de moda entre los economistas y responsables de la política económica recomendar el abandono de los regímenes cambiarios intermedios, casi la mitad de los países siguen instalados en ese medio campo?

Procurando develar el misterio, Frankel, profesor de la Facultad de Administración Pública de la Universidad de Harvard, examinó si el régimen cambiario influye en alguna medida sobre la economía real; comparó las virtudes de los

regímenes de tipos de cambio fijos y flotantes, y analizó nuevos criterios de definición de una zona monetaria óptima. En definitiva sostuvo que las críticas no deben dirigirse contra los regímenes cambiarios intermedios, sino contra la suposición de que un único régimen cambiario es apropiado para todos los países y todas las épocas.

Objetivos del régimen cambiario

Según Frankel, a fines de la década de 1990 vio la luz la teoría de que sólo un régimen

de tipos de cambio estrictamente fijos o de flotación limpia permite resolver los problemas que traen consigo los modernos mercados financieros globalizados. Frankel cree que esa teoría parece ser el corolario de la “trinidad imposible” que



Frankel analizó nuevos criterios de definición de una zona monetaria óptima.

(Continúa en la pág. 275)

En este número

273
Oficina de evaluación independiente del FMI

273
Frankel sobre regímenes cambiarios intermedios

276
Timor Oriental

279
McKinnon sobre paridad a largo plazo

282
Recuperación de Malasia

y...

275
Tasas del FMI

278
Publicado en Internet

280
Uso del crédito del FMI

281
Acuerdos con el FMI

(Continuación de la página 273) promueva la transparencia y una cultura de aprendizaje en el FMI. Se plantearon varias opiniones sobre el tipo de evaluaciones que deben realizarse y sobre la relación que existe entre la labor de la oficina y las demás actividades de análisis y evaluación del FMI. Los directores señalaron que debe ocuparse principalmente de cuestiones relacionadas con las políticas generales y su aplicación, análisis comparativos entre países, y operaciones concluidas en los países. Al mismo tiempo, se coincidió ampliamente en que la oficina no debe interferir en las actividades operacionales ni de microgestión del FMI, y por consiguiente no debería evaluar por ahora los procedimientos y políticas que son objeto de debate ni los programas en curso del FMI.

Independencia de la oficina de evaluación

“Existe un amplio consenso en el sentido de que la oficina debe mantener su independencia frente a la Gerencia y el personal técnico del FMI y que debe realizar sus funciones en pie de igualdad con el Directorio. Deberá presentar informes completos sobre cada evaluación al Directorio Ejecutivo y ofrecer al Directorio, la Gerencia y el personal técnico la oportunidad de formular observaciones. El Directorio y la Gerencia se ocuparán de dar seguimiento a las conclusiones formuladas por el Directorio. Los directores, al preparar su programa de trabajo y determinar qué aspectos deberán evaluarse, dieron por supuesto que la oficina de evaluación, si bien mantendrá su independencia, solicitará sus opiniones y las de la Gerencia, el personal técnico, y otras partes interesadas fuera del FMI. Los directores deberán estudiar también de qué manera se dará forma final al programa de trabajo de la oficina.

“Los directores examinaron las ventajas y desventajas de formular un conjunto completo de directrices para orientar la labor de la oficina de evaluación. Llegaron a la conclusión de que, en general, una serie plenamente elaborada de estatutos podría restringir excesivamente esa labor, sobre todo al comienzo. Por lo tanto, los directores coincidieron en que las actividades de la oficina deben basarse en términos de referencia que provean las salvaguardas para la independencia que todos los directores propugnan, sin limitar excesivamente su libertad de acción. El Directorio formulará los términos de referencia en una fecha futura.

El Directorio Ejecutivo y la oficina de evaluación

“Se coincidió ampliamente en que todos los miembros del Directorio deberán seguir participando en la labor de la oficina. Varios directores señalaron que, una vez que la oficina inicie sus operaciones, podría ser necesario reexaminar el papel del grupo de evaluación.

“El presupuesto de la oficina de evaluación será determinado anualmente por el Directorio sin inter-

mediación de la Gerencia ni del personal técnico. En lo que respecta a su composición, los directores coincidieron, en general, en que debe limitarse a 11 personas. Hubo amplio acuerdo en el sentido de que los aportes y opiniones de personas ajenas al FMI fortalecerían considerablemente la labor de la oficina, y por esa razón, los directores señalaron que debe estar integrada principalmente por profesionales y consultores externos, lo que permitiría complementar la experiencia de los funcionarios del FMI. Los directores coincidieron en que el Directorio Ejecutivo, de ser necesario con asistencia externa, debe seleccionar al director de la oficina de evaluación, quien, una vez nombrado, deberá tener libertad para escoger a profesionales altamente calificados. En última instancia, el éxito de la oficina dependerá del profesionalismo e integridad de su director y su personal.

“Los directores se manifestaron de acuerdo en que la oficina debe rendir cuentas al Directorio y en que su director debe presentarle informes periódicos. Además, deberá informarse al Comité Monetario y Financiero Internacional de las actividades de la oficina.

Publicación de los resultados

“Los directores estimaron que, como norma, las conclusiones de la oficina de evaluación deberán publicarse, tomando las precauciones necesarias en vista de su carácter confidencial. Junto con los resultados se darían a conocer las observaciones sobre la evaluación formuladas por la Gerencia, el personal técnico y otras partes, cuando se justifique, además de las conclusiones del Directorio tras la evaluación del informe. La publicación permitiría mejorar la rendición de cuentas y la transparencia del proceso de evaluación.

“El Grupo de Evaluación preparará un documento revisado en base a las sugerencias formuladas en el curso de este debate, el cual será presentado al Directorio Ejecutivo para su aprobación. El documento revisado, junto con estas observaciones finales, se publicará en el sitio del FMI en Internet para recibir las sugerencias del público. Un informe final sobre la oficina —que incluirá estas sugerencias— será presentado al Comité Monetario y Financiero Internacional en Praga, indicándose además que el Directorio Ejecutivo ha adoptado las decisiones necesarias para iniciar las funciones de la oficina.

“Estas observaciones son el resultado de acuerdos preliminares y será necesario reexaminarlas antes de que el Directorio tome la decisión final en todos los aspectos relativos a la oficina de evaluación.” ■

Fotos: Denio Zara, Padraic Hughes, Pedro Márquez y Michael Spilotro, FMI, páginas 273 y 279; Darren Whiteside, Reuters, página 276; Jimin Lai, AFP, páginas 282–83.

Existen diversas opciones de régimen cambiario

(Continuación de la página 273) sostiene que de la gama tripartita de metas de estabilidad cambiaria, independencia monetaria e integración de los mercados financieros, un país sólo puede optar entre dos de ellas.

Frankel aportó una nueva perspectiva a esa teoría, señalando que a medida que la integración de los mercados financieros se va convirtiendo en una realidad, las opciones de los países parecen ir quedando reducidas a una única disyuntiva: estabilidad cambiaria o independencia monetaria. Pero si bien un país no puede gozar de completa estabilidad cambiaria y ser, a la vez, plenamente independiente en la esfera de la política monetaria, a través de un sistema de flotación regulada podría lograr en parte ambos objetivos.

Frankel no dejó de considerar las razones que pueden llevar a un país a abandonar el “confortable medio campo de la flexibilidad cambiaria”. Sólo las uniones monetarias y los sistemas de flotación pura son invulnerables frente a ataques especulativos, y los inversionistas mundiales pueden no considerar suficientemente transparentes los regímenes intermedios complicados. Frankel admite que la mayor parte de los regímenes intermedios ensayados han fracasado, “a menudo espectacularmente”. Aunque al estallar sus crisis México, Tailandia, Indonesia, Corea, Rusia y Brasil mantenían, oficialmente, regímenes de paridad formal de sus monedas con el dólar, el régimen que realmente aplicaban formaba parte de una gama de versiones intermedias.

No obstante, ni los sistemas de flotación pura (sujetos a pronunciadas oscilaciones de los tipos de cambio y a burbujas especulativas) ni las uniones monetarias (que pueden desintegrarse debido a conmociones políticas) constituyen el nirvana para los responsables de la política monetaria.

Frankel propuso argumentos teóricos y empíricos contrarios a la opinión convencional de que los países deben desechar, por intrínsecamente insostenibles, los regímenes intermedios. A su juicio esa opinión tiende a pasar por alto la realidad de que hay que aceptar soluciones de compromiso, y que las soluciones radicales suelen no ser óptimas. Los países optan por tipos de cambio fijos porque así reducen el costo de las transacciones y los riesgos cambiarios y para dotar de un ancla nominal creíble a su política monetaria. La adopción de un sistema de flotación permite a un país aplicar una política monetaria independiente, y por lo tanto absorber, en importante medida, las perturbaciones reales negativas sin restringir la demanda.

Los países deben hallar una solución de compromiso entre los beneficios de una mayor estabilidad cambiaria y los de un aumento de la flexibilidad. La realidad muestra una gama continua en materia de flexibilidad: es preciso recorrer la senda que va de la unión monetaria a la convertibilidad para llegar a un régimen de tipos de cambio fijos; pasar luego a los regímenes de paridad (reajutable, móvil, respecto a una cesta y de zonas fijadas como meta), y así llegar finalmente a la libre flota-

ción. Tomando como base la clasificación del FMI de 185 economías se comprueba que, a fines de 1999, 51 tenían regímenes de flotación independiente, 45 habían abandonado la moneda nacional y 89 (48% del total) mantenían regímenes intermedios.

Zonas monetarias óptimas

Frankel se basó en el estudio sobre las zonas monetarias óptimas que realizó con Andrew Rose, de la Universidad de California (Berkeley), para ilustrar su aseveración de que no existe un régimen cambiario óptimo para todos los países y épocas. Ambos autores llegaron a la conclusión de que en los países que forman parte de uniones monetarias la correlación de ingresos depende positivamente de la integración en la esfera comercial. Esto lleva a pensar que un parámetro que se suponía externo en relación con la selección de una zona monetaria óptima —la correlación de ingresos entre los potenciales miembros de la zona— es inherente a esa selección y además puede variar conforme pasa el tiempo. Los resultados empíricos llevan a pensar que cuando un país adopta la moneda de un Estado vecino, la unión monetaria va promoviendo el comercio entre ambos países, lo que a su vez influye positivamente sobre la correlación de sus ingresos. En consecuencia, el hecho de que la unión monetaria promueva el comercio entre sus países miembros determina una correlación cíclica de esos países, al punto de que éstos pueden llegar a cumplir mejor ex post que ex ante los criterios de la zona monetaria óptima.

Por último, Frankel expresó que a su juicio pueden aducirse sólidos argumentos para rebatir la opinión convencional actual que restringe a los países a la selección entre los dos extremos del espectro cambiario, es decir la alternativa entre un tipo de cambio firmemente fijo o de libre flotación. ■

Lynn Aylward

Departamento de Relaciones Externas del FMI

Tasas del FMI			
Semana del	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
21 de agosto	4,71	4,71	5,46
28 de agosto	4,74	4,74	5,49

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 (al 1 de mayo de 1999 las ponderaciones eran: dólar de EE.UU., 41,3%; euro (Alemania), 19%; euro (Francia), 10,3%; yen japonés, 17% y libra esterlina, 12,4%). 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 (115,9%), 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/external/np/tre/sdr/sdr.htm).

Datos: FMI, Departamento de Tesorería

Ni los sistemas de flotación pura ni las uniones monetarias constituyen el nirvana para los responsables de la política monetaria.

—Frankel

Timor Oriental sienta las bases para una sólida gestión macroeconómica

A partir del referéndum de agosto de 1999 sobre su futuro político y la violencia que desató, Timor Oriental —con la ayuda de cuantiosos recursos oficiales, bilaterales y multilaterales— procuró sentar las bases de una economía estable. Este artículo, basado en un trabajo que publicarán próximamente Luis Valdivieso del Departamento de Asia y el Pacífico y otros autores, examina el avance logrado hasta la fecha, la función del FMI y los retos pendientes.

Antecedentes

Portugal gobernó Timor Oriental durante más de 400 años, hasta la anexión del territorio por Indonesia en 1975. A mediados de los noventa, Timor Oriental era una de las provincias más pobres de Indonesia, con un ingreso per cápita en torno a los US\$350, pero la economía creció rápidamente impulsada por desembolsos de capital en infraestructura, financiados sobre todo por transferencias del presupuesto central indonesio. El crecimiento del PIB real registraba un promedio del 10% y la inflación era de un dígito.

Al desatarse la crisis de Asia en 1997, el crecimiento del producto se desmoronó, pero ello fue parcialmente compensado por el crecimiento de la agricultura, el sector financiero, la administración pública, la defensa y los servicios públicos. En 1998 se incrementó el PIB per cápita, alcanzando los US\$424, en tanto la inflación alcanzó cerca del 80% (véase el cuadro en la pág. 277).

En el sistema bancario timorense, pequeño y rudimentario, los bancos estatales eran los agentes principales. Las finanzas públicas dependían mucho de las transferencias de Jakarta y la recaudación representaba sólo del 6% al 8% del PIB (excluidos los ingresos por las concesiones petroleras), en tanto el gasto representaba entre el 40% y el 75% del PIB. La economía era considerablemente abierta y muy dependiente del comercio interinsular. Entre 1995 y 1998, la exportación registraba un promedio cercano al 13% del PIB, mientras que las importaciones ascendían al 36% del PIB.

Después del referéndum

Tras un acuerdo entre las Naciones Unidas, Indonesia y Portugal, el 30 de agosto de 1999 se celebró un referéndum sobre la futura naturaleza política del territorio. Los resultados indicaron una preferencia abrumadora por la independencia, pero también desataron una violencia que perturbó gravemente la economía y la estructura institucional de Timor Oriental.

La destrucción afectó a todos los sectores de la economía. Se estima que el PIB real disminuyó casi 40% en 1999 y la inflación aumentó pronunciadamente. El sistema bancario y de pagos dejó de funcionar y todas las transacciones se realizaban en efectivo, en su mayor parte en rupias, aunque también empezaron a circular otras monedas. La administración pública también dejó de funcionar; se suspendió la recaudación y cesaron las transferencias presupuestarias de Jakarta.

Las perturbaciones de la producción y el transporte dieron lugar a una abrupta merma del comercio. Pero, quizá lo más crucial para la economía haya sido el desplazamiento masivo de la población, que provocó la pérdida de un valioso capital humano, en particular funcionarios públicos y de la banca comercial.

A mediados de septiembre de 1999, llegó al territorio una fuerza multinacional de paz para restablecer la seguridad y facilitar la asistencia humanitaria de diversos organismos de la ONU y de organizaciones bilaterales y no gubernamentales. En octubre, la Asamblea Popular de Indonesia revocó la anexión de Timor Oriental y, posteriormente, el Consejo de Seguridad de la ONU aprobó una resolución por la que establecía la Administración Transitoria de las Naciones Unidas en Timor Oriental (UNTAET), con amplias responsabilidades para la administración del territorio durante su transición a la independencia.

A solicitud del Secretario General de la ONU, varios organismos oficiales, bilaterales y multilaterales se sumaron a los organismos de la ONU y a entidades timorenses para evaluar las necesidades de la reconstrucción, incluido el financiamiento externo, la asistencia técnica y la capacitación. El Banco Mundial tomó la delantera en ese proceso de evaluación y en el diseño de programas de desarrollo. Los funcionarios y expertos del FMI se centraron en la asistencia para crear un marco macroeconómico e institucional básico, con especial acento en las medidas inmediatas necesarias para garantizar la estabilidad y establecer un entorno que facilitase la recuperación económica.

Marco macroeconómico

Los funcionarios del FMI propusieron una estrategia centrada en tres componentes esenciales: la rehabilitación del sistema de pagos, la creación de un contexto fiscal básico y un programa amplio de asesoramiento técnico y de política económica. Los pasos iniciales más críticos para la rehabilitación del sistema de pagos eran la elección de una moneda de curso legal y el establecimiento de una autoridad monetaria que diseñaría y aplicaría el marco regulador básico para el funcionamiento del mercado de divisas y el sistema bancario.

En cuanto a la moneda, el consenso era que aún no estaban dadas las condiciones para la introducción

Abundan los particulares que cambian moneda en las calles de Dili. El uso de múltiples monedas da lugar a ineficiencia y distorsiones.

de una moneda timorense y que se requeriría una moneda extranjera única para eliminar las ineficiencias y distorsiones derivadas del uso de monedas diferentes. Se crearía una Oficina Central de Pagos para ofrecer al gobierno servicios básicos de depósitos y pagos y cumplir también las funciones de tesorería vinculadas al pago de estipendios a los empleados públicos.

La estrategia fiscal básica tenía dos elementos fundamentales: el establecimiento de una autoridad fiscal central, que sería responsable de administrar las finanzas públicas, hacer cumplir la legislación fiscal y garantizar una supervisión adecuada, y adoptar un presupuesto fundado en un sistema tributario justo, transparente y eficaz.

En diciembre de 1999 se presentó a los donantes, en Tokio, el presupuesto preliminar de 2000 preparado por UNTAET en consulta con funcionarios del FMI. Se proponía la introducción de un arancel de importación de 5%, varios impuestos selectivos al consumo, un impuesto a las ventas de 5% sobre las importaciones comerciales, un impuesto de 5% a algunos servicios y un impuesto sobre base presuntiva a los ingresos por las exportaciones de café.

Evolución reciente

La situación económica general ha mejorado considerablemente desde septiembre de 1999. Se calcula que el PIB real ha crecido a una tasa anual del 15% en el primer semestre de 2000, impulsado por la reconstrucción inicial de los edificios públicos y residenciales y por la recuperación progresiva del comercio y de algunos servicios básicos. Los precios se estabilizan lentamente, pero el desempleo sigue siendo elevado, especialmente en las zonas urbanas. La asistencia humanitaria continúa siendo una fuente fundamental de ingresos para vastos segmentos de la población.

La ejecución del presupuesto preliminar hasta fines de junio ha estado muy por debajo de lo previsto, debido primordialmente al bajo nivel de gasto, reflejo de la complejidad de los trámites administrativos, los atrasos en la llegada de financiamiento externo y las prolongadas etapas de planeamiento de los programas de inversión. Además, la composición del gasto se apartó mucho de las previsiones originales, sobre todo en lo que se refiere a la masa salarial.

En el sector financiero empezaron a operar dos instituciones extranjeras que brindan básicamente servicios cambiarios. También se avanzó en la rehabilitación del sistema de pagos. UNTAET, con el respaldo del Consejo Consultivo Nacional, adoptó el dólar de EE.UU. como moneda de curso legal a comienzos de enero de 2000, pero su uso aún no se generalizó como se esperaba debido a la escasez de billetes de baja denominación, la inexistencia de monedas y la falta de familiaridad de la población con la nueva moneda.

En el frente externo hay indicios de repunte de la actividad en el comercio exterior. En cuanto al financiamiento externo, las tareas de reconstrucción de Timor Oriental han contado con una asistencia generosa de la comunidad internacional. Las promesas de donaciones de Japón ascienden a US\$523 millones, suficientes para cubrir el pedido especial de ayuda humanitaria (US\$150 millones), un programa trienal de reconstrucción de US\$147 millones, que será financiado por el Fondo Fiduciario para Timor Oriental administrado por el Banco Mundial, los gastos ordinarios y de capital del servicio civil y los servicios judiciales y policiales (US\$32 millones), así como una serie de programas bilaterales. Toda la asistencia ha sido voluntaria y materializada por la vía de subvenciones y donaciones para evitar la creación de pasivos externos. También se canalizó asistencia a través del

Indicadores económicos clave

	1995	1996	1997	1998	1999 Est.	2000 Proy.	2001 Proy.	
PIB per cápita (en dólares de EE.UU.) ¹	374	429	442	424	304	
	(Variación porcentual)							
Crecimiento del PIB real	9	11	4	-2	-38	15	15	
Tasa de inflación ²	8	5	10	80	140	20	3	
	(Porcentaje del PIB)							
Consumo	83,4	79,9	71,0	74,6	91,9	104,2	112,7	
Inversión	40,8	44,3	52,9	47,0	28,1	33,4	46,7	
Ahorro interno	16,6	20,1	29,0	25,4	8,1	-4,2	-12,7	
Ahorro externo	-24,2	-24,2	-23,9	-21,6	-20,1	-37,6	-59,4	
	(Millones de dólares de EE.UU.)							
Export. de mercancías	37	44	52	55	46	49	63	
Import. de mercancías ³	112	132	142	135	82	118	192	
Ejercicio ⁴	1995/96	1996/97	1997/98	1998/99	1999/2000 Presup. ⁵	Enc.-jun. 2000 Presup. prel.	2000/01 Est.	
	(Porcentaje del PIB)							
Saldo fiscal								
Ingresos	8,1	8,2	6,0	3,2	1,1	5,9
Gastos ordinarios	13,0	14,6	13,0	7,4	5,0	15,1
Gastos de capital	61,8	22,5	29,5	21,0	6,9	44,6
Saldo global (déficit)	-66,7	-28,8	-36,5	-25,2	-10,8	-53,8

¹El PIB en dólares de EE.UU. fue calculado utilizando 1996 como año base y suponiendo que existe paridad del poder adquisitivo.

²IPC, Dili, basado en precios en rupias, salvo para la cifra proyectada para 2001, que es el IPC, Dili, basado en precios en dólares de EE.UU.

³Incluye las importaciones efectuadas gracias a la ayuda extranjera, excluidas las importaciones proyectadas de UNTAET y de la Oficina de Coordinación de Asuntos Humanitarios en 1999, 2000 y 2001.

⁴El ejercicio fiscal cuando formaba parte de Indonesia corría del 1 de abril al 31 de marzo. No existen datos sobre la ejecución del presupuesto 1999/2000. El presupuesto preliminar de UNTAET fue preparado para el año calendario 2000. El ejercicio 2000/01 corre del 1 de julio al 30 de junio.

⁵Presupuesto provincial original de Indonesia para Timor Oriental.

Datos: Autoridades de Indonesia y estimaciones de funcionarios del FMI.

presupuesto de UNTAET, financiado por contribuciones de los Estados Miembros de la ONU.

En el sector institucional, están por entrar en funcionamiento las dos instituciones económicas clave: la Autoridad Fiscal Central y la Oficina Central de Pagos. Los Departamentos de Finanzas Públicas, Jurídico y de Asuntos Monetarios y Cambiarios del FMI han brindado amplia asistencia técnica, inclusive en la selección de funcionarios expatriados para ocupar cargos clave.

Uno de los avances institucionales más importantes ha sido la creación de una estructura decisoria que incluye el establecimiento inicial del Consejo Consultivo Nacional y, más recientemente, el pasaje a un gobierno de transición, conforme al cual los timorenses asumirían cargos ejecutivos. El Departamento de Asia y el Pacífico del FMI ha brindado un constante asesoramiento de política a la UNTAET, incluida la asistencia para crear un consenso en el Consejo Consultivo Nacional en relación con cuestiones fundamentales de política económica.

Perspectivas a corto plazo

Se prevé que el PIB real crezca, por lo menos, 15% por año en 2001-02, impulsado por la agricultura, el comercio, los servicios básicos y la construcción. Al flexibilizarse las restricciones de la oferta y generalizarse el curso del dólar, la inflación de Timor Oriental debería empezar a converger con la de sus principales socios comerciales.

Se prevé un déficit fiscal para 2000/01 de US\$155 millones y que el ingreso interno cubra sólo el 10% del gasto. Se estima que en los dos años siguientes, el déficit se mantendrá por encima de los US\$100 millones y que posteriormente el ingreso fiscal se duplicará con creces y cubrirá cerca del 80% del gasto, pero para ello habrá que intensificar la recaudación y ampliar la base tributaria.

El financiamiento del déficit seguirá basándose totalmente en donaciones del exterior. Una reunión de donantes celebrada en junio contribuyó a confirmar la disponibilidad de fondos para el programa de reconstrucción y desarrollo financiado por la vía del Fondo Fiduciario para Timor Oriental y ofreció claros indicios de que se contará con recursos para solventar los gastos ordinarios y de capital de la administración pública.

En el sector financiero, es necesario adoptar medidas urgentes para restablecer la función bancaria por la vía de la promulgación de normas de prudencia y un sistema de supervisión. Por último, Timor Oriental seguirá necesitando por varios años —aunque cada vez menos— ayuda financiera externa y mayor asistencia técnica y capacitación.

Desafíos futuros

A pesar del progreso alcanzado hasta ahora, queda por delante un esfuerzo monumental. A medida que adquiera impulso la tarea de reconstrucción, merced al generoso apoyo financiero externo, será vital la gestión económica correcta para preservar la estabilidad macroeconómica y brindar a todas las partes afectadas, incluidos los donantes, garantías razonables de que se aprovechan y se rinde debida cuenta de los recursos canalizados a Timor Oriental.

La participación activa de la población en todas las etapas del proceso (diseño, implementación, control y, de ser necesaria, reformulación de objetivos y prioridades de política) es vital para el éxito de la reconstrucción y consolidaría el avance realizado. ■

Luis Valdivieso
Departamento de Asia y el Pacífico del FMI

El estudio *East Timor: Establishing the Foundations of Sound Macroeconomic Management*, preparado por Luis M. Valdivieso, Toshihide Endo, Luis V. Mendonça, Shamsuddin Tareq y Alejandro López-Mejía puede adquirirse al precio de US\$18 el ejemplar solicitándolo a IMF Publication Services, Box X2000, IMF, Washington, DC 20431, EE.UU. Teléfono: (202) 623-7430; fax: (202) 623-7201; correo electrónico: publications@imf.org.

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

Comunicados de prensa

- 00/48: El Directorio Ejecutivo establece el Código de Conducta, 16 de agosto
- 00/49: El Directorio Ejecutivo considera la creación de la oficina de evaluación independiente, 18 de agosto (véase pág. 273)
- 00/50: El Directorio Ejecutivo convalidó un desembolso impropio a favor de Ghana, 22 de agosto

Notas informativas

- 00/70: El FMI celebra el avance de la reestructuración de la deuda de Ecuador, 17 de agosto
- 00/71: El FMI concluye el segundo examen de un programa de Ghana en el marco del SCLP y aprueba en principio un desembolso de US\$35,1 millones, 22 de agosto
- 00/72: El FMI concluye el examen final del programa de Corea, 23 de agosto

Notas de información al público

- 00/60: República Checa, 9 de agosto
- 00/61: Irlanda, 10 de agosto
- 00/62: Angola, 10 de agosto
- 00/63: Malasia, 10 de agosto

- 00/64: Japón, 11 de agosto
- 00/65: Gambia, 15 de agosto
- 00/66: Senegal, 16 de agosto

Cartas de intención y memorandos de política económica y financiera (fecha de publicación)

- Indonesia, 11 de agosto
- Zambia, 11 de agosto

Discursos

Michael Mussa, Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI, *Factores que impulsan la integración económica mundial*, 22 de agosto

Documentos de estrategia de lucha contra la pobreza (fecha de publicación)

- Benin (provisional), 22 de agosto

Otros

- Recursos financieros y posición de liquidez del FMI, 1998 a julio de 2000, 11 de agosto
- Actividades financieras del FMI, 11 de agosto
- Proyecto de *Directrices para la gestión de la deuda pública*, 15 de agosto
- Actividades financieras del FMI, 18 de agosto
- Calendario de actividades públicas de la gerencia del FMI, 18 de agosto

McKinnon: La paridad de la moneda a largo plazo podría reducir las crisis en los mercados emergentes

Ronald I. McKinnon, de la Universidad de Stanford, abordó importantes temas en un reciente seminario del Instituto del FMI el 14 de agosto: ¿De qué manera el régimen cambiario incide en el riesgo moral de los mercados de capital y en el sobreendeudamiento internacional? ¿Existen razones para revivir el “patrón dólar de Asia oriental” que funcionó de facto durante más de diez años, antes de las crisis de 1997–98?

El síndrome del sobreendeudamiento

Las crisis financieras que afectaron a las economías emergentes en los noventa, empezando con la de México en 1994, fueron precipitadas por una gran afluencia de capital para financiar programas ambiciosos de reforma y estabilización. La liberalización financiera había permitido que los bancos nacionales se endeudaran mucho en los mercados internacionales de capital y había dado lugar a una afluencia masiva de capitales extranjeros. Este fenómeno, que McKinnon llama “síndrome del sobreendeudamiento”, se tradujo en desequilibrios macroeconómicos insostenibles. McKinnon sostuvo que básicamente se trató más de un problema de riesgo moral que de fijar el tipo de cambio correcto.

Por su importancia sistémica para la economía nacional, los bancos esperan ser rescatados cuando enfrentan dificultades. La casi certeza de un rescate oficial exagera la magnitud del sobreendeudamiento y torna a la economía más vulnerable a los ataques especulativos y a sus verdaderas consecuencias económicas.

Al describir el síndrome del sobreendeudamiento, McKinnon planteó la situación hipotética de una pequeña economía abierta cuyos bancos gozan de la garantía del Estado. El gobierno emprende un programa razonable de reforma económica para eliminar las distorsiones y fomentar la producción; por ejemplo, levantará las restricciones al comercio externo e interno. Para ello se requiere cierta inversión en nueva tecnología, pero la magnitud de ese aumento de la productividad depende de los resultados macroeconómicos globales del programa de reforma.

Al evaluar los riesgos de la inversión en una economía en vías de reforma, los bancos pueden descontar el riesgo de resultados desfavorables e inclinarse por el endeudamiento, en la seguridad de que las disposiciones sobre rescate evitarán que los depositantes abandonen el barco. Dado el riesgo moral de los préstamos internos, el monto obtenido internacionalmente resulta demasiado alto y da lugar a una expansión excesiva del crédito. Sólo un resultado macroeconómico inusualmente favorable evitaría la crisis financiera.

Mercados cambiarios

Los indicios de las recientes crisis de los mercados emergentes —especialmente en Asia oriental— sugieren

que los bancos también asumieron riesgos excesivos en los mercados cambiarios, observa McKinnon. Los bancos con garantía estatal de sus pasivos tienen un incentivo para especular con el tipo de cambio, dado que, como en el riesgo crediticio, están protegidos contra resultados adversos.

McKinnon observa que la evolución nominal de los tipos de cambio es incierta e introduce un riesgo en las transacciones en moneda extranjera. Los inversionistas en activos en moneda extranjera basan su demanda de un activo determinado en el riesgo implícito, que es captado por la prima de riesgo monetario. En los mercados emergentes, las tasas de interés y los precios son habitualmente más variables que en los países industriales. En consecuencia, los que poseen la riqueza exigen una mayor compensación por la tenencia de activos de mercados emergentes, por lo cual las tasas de interés tienen que ser más altas para mantener el equilibrio de la cartera internacional.

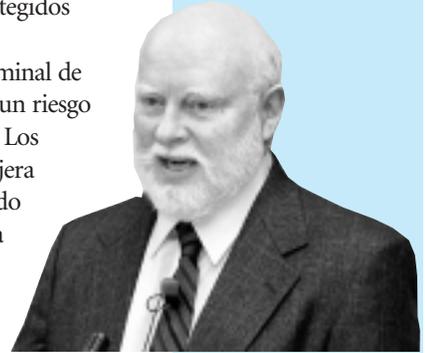
A fin de reducir el riesgo, los inversionistas realizan transacciones protegidas, es decir, procuran una combinación de posiciones que reduce el riesgo, habitualmente sacrificando el rendimiento máximo. Las transacciones sin cobertura cuestan menos que las protegidas porque el riesgo es mayor.

En muchos de los países de mercados emergentes las instituciones de supervisión son demasiado débiles para imponer requisitos de cobertura del 100% a los bancos nacionales, por lo cual, los que enfrentan un riesgo moral, tienen un incentivo para endeudarse sin cobertura en los mercados de divisas a tasas más bajas, con lo que transfieren el riesgo cambiario resultante al Estado, por la vía de los seguros de depósitos.

A esa diferencia entre el costo del capital para los prestatarios protegidos y los prestatarios sin cobertura, McKinnon la denomina “margen de tentación”. Este margen se refleja en lo que McKinnon llama la “prima de super riesgo”, que tiene dos componentes: la prima de riesgo cambiario y la parte del diferencial de interés entre las monedas nacional y extranjera, derivado de la escasa probabilidad de que ocurra una devaluación importante, repentina e imprevisible.

Al endeudarse en moneda extranjera sin cobertura, los bancos nacionales con seguro de depósitos y otras garantías del Estado ignoran los riesgos de quiebra implícitos en esas devaluaciones y la volatilidad del tipo de cambio. Un banco que explota una garantía estatal endeudándose sin cobertura en el mercado internacional cobrará una tasa de préstamo menor que la de un banco nacional endeudado en moneda extranjera pero totalmente protegido contra el riesgo cambiario.

Para McKinnon, esto plantea un dilema en la regulación, puesto que si la prima de super riesgo es elevada



McKinnon: Los bancos pueden descontar el riesgo de resultados desfavorables e inclinarse por el endeudamiento, en la seguridad de que las disposiciones sobre rescate evitarán que los depositantes abandonen el barco.

Ningún régimen cambiario, por bien escogido que sea, puede obviar la necesidad de la regulación de prudencia para que los bancos nacionales no asuman riesgos indebidos.

—McKinnon

y las autoridades supervisoras no están en condiciones de imponer normas de protección, los diversos agentes financieros y empresas nacionales percibirán de manera muy diferente el costo del capital. Para aquellos cubiertos por el control de las autoridades, el costo del capital será mucho mayor que para los que apuestan y se endeudan sin cobertura. Una menor participación en el mercado podría socavar la disposición de los bancos que actúan correctamente a proteger sus posiciones en moneda extranjera, lo que daría lugar a un derrumbe del sistema regulador interno.

Una buena paridad “fija” o libre flotación

El consenso imperante entre los economistas, respaldado por el FMI y otros organismos internacionales, —dice McKinnon— apunta a la necesidad de regímenes cambiarios más flexibles, argumentando que de esa manera queda claro el riesgo de aceptar depósitos a corto plazo. Sin embargo, aunque la flotación podría reducir la prima de super riesgo, no necesariamente reduce la prima de riesgo monetario. El régimen de libre flotación podría no reducir el riesgo moral o el “margen de tentación” de los bancos para endeudarse sin cobertura.

Por supuesto que es preciso distinguir entre una “mala” paridad —obviamente insostenible, por ejemplo, por el déficit fiscal imperante y las altas tasas de interés internas que crean un enorme margen de tentación para el endeudamiento internacional sin cobertura— y una “buena” paridad. McKinnon sostiene que una buena paridad puede ser preferible a una flotación, puesto que podría ayudar a reducir la probabilidad de una devaluación pronunciada y estabilizar mejor la economía interna a la vez que se limita el riesgo moral en el sistema bancario. Sin embargo, McKinnon entiende que ningún régimen cambiario, por bien escogido que sea, puede obviar la necesidad de la regulación de prudencia para que los bancos nacionales no asuman riesgos indebidos.

El “patrón dólar” de Asia oriental

Como ejemplo de una buena paridad que, al menos superficialmente, parece haber fracasado, McKinnon señala la experiencia de las economías de Asia oriental que durante más de diez años antes de las crisis de 1997–98 mantuvieron la paridad de sus monedas con el dólar de EE.UU. Las economías en crisis de Corea, Indonesia, Filipinas, Malasia y Tailandia y las economías de la R.A.E. de Hong Kong, China y la provincia china de Taiwán, que escaparon a la crisis, organizaron sus políticas monetarias para mantener el tipo de cambio frente al dólar extraordinariamente estable. Además de brindar protección contra “devaluaciones para empobrecer al vecino”, esta paridad informal con el dólar ancló con éxito sus precios internos durante su vertiginoso crecimiento económico desde los ochenta a 1996.

En retrospectiva, McKinnon opina que este régimen informal fue incompleto. En primer lugar, las autoridades no lograron regular adecuadamente el sistema

financiero —incluido, en algunos casos, el propio banco central— para evitar riesgos indebidos, como el riesgo cambiario a corto plazo. Por tanto, el sobreendeudamiento era ante todo un problema de regulación, que se sumaba a las disparidades artificiales del interés, y no un problema de gestión cambiaria errónea per se. Con un tipo de cambio fijo o flotante, hubiese persistido el “margen de tentación” que lleva a los bancos con riesgo moral a sobreendeudarse.

Paridad a largo plazo

La ausencia de un ancla cambiaria formal en un país que sufre ataques a su moneda impide a los inversionistas internacionales vislumbrar cómo quedará el tipo de cambio como secuela de la crisis. Durante el imperio del patrón oro en el siglo XIX, cuando la moneda de un país era atacada, el país atacado dejaba flotar el tipo de cambio hasta que pasara la turbulencia, esperándose que se restableciera entonces la paridad con el oro. Este entendimiento paliaba la incertidumbre del mercado sobre el comportamiento futuro de las monedas.

Con excepción de la R.A.E. de Hong Kong, ninguno de los países deudores de Asia oriental habían declarado formalmente una paridad cambiaria, señala McKinnon. Dada la estructura financiera a corto plazo, estos deudores estaban expuestos a ataques especulativos contra sus monedas, pero ninguno había establecido una estrategia cambiaria a largo plazo para mitigar las consecuencias más desfavorables de esos ataques. De manera que, tras la suspensión forzosa de la vinculación con el dólar en la crisis de 1997–98, no existía una paridad tradicional a la que los gobiernos estuvieran obligados a retornar.

Formalización de la paridad

El historial del saldo fiscal en las economías de Asia oriental sugiere que el compromiso a más largo plazo para mantener sus tipos de cambio frente al dólar podría ser creíble, indica McKinnon, y que para establecer un ancla monetaria común, el retorno a tipos de cambio frente al dólar virtualmente estables plantea más

Uso del crédito del FMI

(Millones de DEG)

	Julio de 2000	Enero-julio de 2000	Enero-julio de 1999
Cuenta de Recursos Generales	236,94	2.204,03	7.369,19
Acuerdos de derecho de giro	221,72	1.542,71	5.470,50
SCR	0	0	3.636,09
SAF	15,22	661,32	1.232,07
SFC	0	0	666,62
SCLP	73,45	221,92	502,25
Total	310,39	2.425,95	7.871,44

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

ventajas que desventajas. En efecto, la mayoría de los países del Asia oriental, en forma silenciosa y no oficial, han retornado a la paridad con el dólar.

McKinnon sugiere algunas modificaciones que harían más sólido y eficaz el patrón monetario común:

- Prohibir la exposición cambiaria neta de los bancos y demás instituciones financieras con activos o pasivos a corto plazo.

- Pasar de la vinculación informal a paridades oficiales con el dólar, considerándolas como obligaciones a largo plazo que los gobiernos de la región se comprometen a cumplir después de una crisis.

- Introducir otras modificaciones institucionales para ampliar la estructura del financiamiento interno estimulando el desarrollo de los mercados de bonos e hipotecas. ■

Acuerdos de derecho de giro, SAF y SCLP al 31 de julio

País miembro	Fecha del acuerdo	Fecha de vencimiento	Monto aprobado	Saldo no utilizado
(Millones de DEG)				
Acuerdos de derecho de giro				
Argentina	10 marzo 2000	9 marzo 2003	5.398,61	5.398,61
Bosnia y Herzegovina	29 mayo 1998	31 marzo 2001	94,42	30,15
Brasil ¹	2 diciembre 1998	1 diciembre 2001	10.419,84	2.550,69
Corea ¹	4 diciembre 1997	3 diciembre 2000	15.500,00	1.087,50
Ecuador	19 abril 2000	18 abril 2001	226,73	141,73
Estonia	1 marzo 2000	31 agosto 2001	29,34	29,34
Filipinas	1 abril 1998	31 diciembre 2000	1.020,79	475,13
Letonia	10 diciembre 1999	9 abril 2001	33,00	33,00
Lituania	8 marzo 2000	7 junio 2001	61,80	61,80
México	7 julio 1999	30 noviembre 2000	3.103,00	1.163,50
Panamá	30 junio 2000	29 marzo 2002	64,00	64,00
Papua Nueva Guinea	29 marzo 2000	28 mayo 2001	85,54	75,54
Rumania	5 agosto 1999	28 febrero 2001	400,00	260,25
Rusia	28 julio 1999	27 diciembre 2000	3.300,00	2.828,57
Turquía	22 diciembre 1999	21 diciembre 2002	2.892,00	2.226,84
Uruguay	31 mayo 2000	31 marzo 2002	150,00	150,00
Zimbabwe	2 agosto 1999	1 octubre 2000	141,36	116,62
Total			42.920,43	16.693,27
Acuerdos en el marco del SAF				
Bulgaria	25 septiembre 1998	24 septiembre 2001	627,62	209,22
Colombia	20 diciembre 1999	19 diciembre 2002	1.957,00	1.957,00
Indonesia	4 febrero 2000	31 diciembre 2002	3.638,00	3.096,50
Jordania	15 abril 1999	14 abril 2002	127,88	91,34
Kazajstán	13 diciembre 1999	12 diciembre 2002	329,10	329,10
Pakistán	20 octubre 1997	19 octubre 2000	454,92	341,18
Perú	24 junio 1999	31 mayo 2002	383,00	383,00
Ucrania	4 septiembre 1998	3 septiembre 2001	1.919,95	1.207,80
Yemen	29 octubre 1997	1 marzo 2001	105,90	65,90
Total			9.543,37	7.681,04
Acuerdos en el marco del SCLP				
Albania	13 mayo 1998	12 mayo 2001	45,04	9,41
Benin	17 julio 2000	16 julio 2003	27,00	20,20
Bolivia	18 septiembre 1998	17 septiembre 2001	100,96	56,10
Burkina Faso	10 septiembre 1999	9 septiembre 2002	39,12	27,94
Camboya	22 octubre 1999	21 octubre 2002	58,50	50,14
Camerún	20 agosto 1997	19 agosto 2000	162,12	18,02
Chad	7 enero 2000	7 enero 2003	36,40	26,00
Côte d'Ivoire	17 marzo 1998	16 marzo 2001	285,84	161,98
Djibouti	18 octubre 1999	17 octubre 2002	19,08	16,63
Gambia	29 junio 1998	28 junio 2001	20,61	10,31
Ghana	3 mayo 1999	2 mayo 2002	155,00	110,70
Guinea	13 enero 1997	12 enero 2001	70,80	15,73
Guyana	15 julio 1998	14 julio 2001	53,76	35,84
Honduras	26 marzo 1999	25 marzo 2002	156,75	64,60
Madagascar	27 noviembre 1996	30 noviembre 2000	81,36	9,48
Mali	6 agosto 1999	5 agosto 2002	46,65	39,90
Mauritania	21 julio 1999	20 julio 2002	42,49	30,35
Mozambique	28 junio 1999	27 junio 2002	87,20	42,00
Nicaragua	18 marzo 1998	17 marzo 2001	148,96	53,82
Pakistán	20 octubre 1997	19 octubre 2000	682,38	417,01
República Centroafricana	20 julio 1998	19 julio 2001	49,44	32,96
República Kirguisa	26 junio 1998	25 junio 2001	73,38	38,23
Rwanda	24 junio 1998	23 junio 2001	71,40	38,08
Santo Tomé y Príncipe	28 abril 2000	28 abril 2003	6,66	5,71
Senegal	20 abril 1998	19 abril 2001	107,01	42,80
Tayikistán	24 junio 1998	23 junio 2001	100,30	40,02
Tanzania	31 marzo 2000	30 marzo 2003	135,00	115,00
Uganda	10 noviembre 1997	9 noviembre 2000	100,43	17,85
Yemen	29 octubre 1997	28 octubre 2000	264,75	114,75
Zambia	25 marzo 1999	24 marzo 2002	254,45	244,45
Total			3.482,84	1.903,01
Gran total			55.946,64	26.277,32

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.

**Los países que giran
contra el FMI
"compran" monedas
de otros países
miembros, o DEG, a
cambio de un monto
equivalente de su
propia moneda.**

Malasia encuentra su propia senda para la recuperación estimulando el crecimiento

Malasia está mostrando señales de rápida recuperación y menor vulnerabilidad. Desde mediados de 1999, el crecimiento del producto ha figurado entre los más vigorosos de las economías asiáticas afectadas por la crisis, impulsado por el dinamismo de la demanda mundial de productos electrónicos y respaldado por adecuadas políticas macroeconómicas. La base de esta recuperación se ha ampliado en los últimos meses, en que repuntó el consumo interno y comenzó a recuperarse la inversión privada. La inflación sigue siendo moderada y las reservas internacionales se mantienen en un nivel confortable. Ante los mejores resultados económicos y el gradual relajamiento de los controles de capital impuestos durante la crisis, ha comenzado a fortalecerse la confianza del mercado y se ha reiniciado la afluencia de inversiones de cartera.

En este artículo se analizan la evolución de Malasia hacia una economía de mercado emergente, su actitud frente a la crisis asiática (principalmente la utilización de controles selectivos de capital y la paridad cambiaria), y los problemas a corto y largo plazo que enfrenta el país.

Transición a una economía de mercado emergente

El rápido crecimiento experimentado por Malasia entre 1970 y mediados de los años noventa reflejó un cambio fundamental de una economía agrícola y minera a una creciente dependencia de las manufacturas. A principios de los años ochenta, sin embargo, el crecimiento

estuvo acompañado de elevados déficit presupuestarios y una deuda pública insostenible.

Las autoridades malasias adoptaron medidas tendientes a reducir el déficit del gobierno federal y la deuda pública, al mismo tiempo que un régimen más abierto de comercio y de pagos contribuyó a expandir rápidamente la base de exportaciones del país. La diversificación, junto

con la desregulación y la liberalización del sistema financiero, ayudó a transformar a Malasia en una economía de mercado emergente de ingreso mediano y a mejorar los niveles de vida y la distribución del ingreso.

A principios de la década pasada Malasia mostró resultados macroeconómicos muy favorables. El crecimiento del producto real alcanzó un promedio de 8¹/₂% anual; el desempleo se redujo a menos del 3%; los precios y el tipo de cambio se mantuvieron estables,

y las reservas internacionales se fortalecieron. Pero también se observaron señales de tensión cuando las exportaciones se desaceleraron y surgieron grandes déficit en cuenta corriente.

Surgen vulnerabilidades

Resulta claro que el acelerado crecimiento económico de Malasia también dio lugar a varias vulnerabilidades que la expusieron a la crisis.

- La excesiva inversión dio lugar a varios proyectos antieconómicos y generó una sustancial capacidad ociosa. El deterioro de la calidad de la inversión redujo la productividad y las utilidades en el sector empresarial, y la intervención gubernamental en los proyectos de infraestructura privatizados creó pasivos en el sector público, la percepción de una menor transparencia y una deficiente gestión empresarial.

- El rápido crecimiento económico, la estabilidad del tipo de cambio y el endeudamiento externo relativamente bajo indujeron una gran afluencia de capitales privados, estimulando una excesiva inversión en el mercado bursátil e inmobiliario, que incrementó los precios por encima de su valor real. El acceso relativamente fácil al crédito bancario estimuló aún más las inversiones especulativas, y el consiguiente rápido crecimiento del crédito debilitó la calidad de los activos bancarios.

- El alto nivel de capitalización del mercado de valores, junto con un sustancial financiamiento bancario a corto plazo a las empresas, las dejó vulnerables a las disminuciones de los precios de los activos y los aumentos de las tasas de interés, lo que tuvo repercusiones negativas en el sistema financiero.

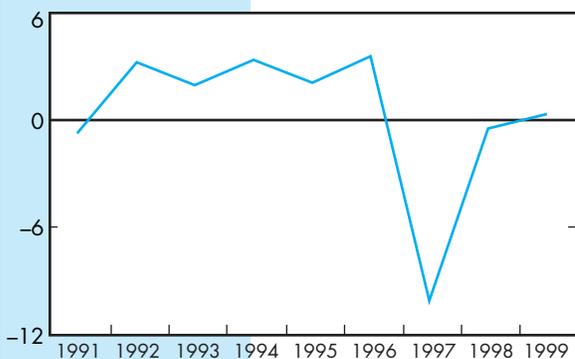
- La dependencia del país de las exportaciones de productos electrónicos y eléctricos lo hizo más susceptible a los ciclos de auge y contracción de los mercados mundiales de productos electrónicos, mientras que la apreciación real del ringgit redujo su competitividad externa. La rápida expansión de las importaciones se tradujo en grandes déficit en cuenta corriente financiados en parte mediante flujos de cartera, que aumentaron la vulnerabilidad de Malasia ante reversiones repentinas en la actitud del mercado.

- La política fiscal más restrictiva y la esterilización monetaria ayudaron a Malasia a evitar una sustancial apreciación nominal del tipo de cambio, a pesar de la voluminosa afluencia de capitales. Pero la predecibilidad del ringgit estimuló un mayor endeudamiento externo y desalentó el desarrollo de instrumentos de cobertura, dejando a los sectores bancario y empresarial expuestos a riesgos cambiarios.

- El activo mercado extraterritorial del ringgit que enfrentaba relativamente pocas restricciones dejó a la moneda más vulnerable a los ataques especulativos cuando se hizo evidente que estaba sobrevaluada.

Malasia: Inversión neta de cartera

Miles de millones de dólares



Datos: Autoridades malasias.

• Pese a la cultura bancaria relativamente desarrollada de Malasia y la existencia de sistemas adecuados de contabilidad y supervisión de prudencia, la capacidad de las instituciones financieras para enfrentar riesgos no se mantuvo a la par de los adelantos tecnológicos y las innovaciones financieras mundiales.

En términos generales, sin embargo, Malasia enfrentó la crisis con una mejor situación fiscal, un sector financiero más vigoroso, una menor exposición crediticia externa a corto plazo y un mayor volumen de reservas internacionales utilizables que otros países afectados por la crisis asiática. Estas características, que indican la disciplina financiera general del país y la prudente regulación del endeudamiento externo, contribuyeron a mitigar el debilitamiento de la confianza en las primeras etapas de la crisis y reforzaron los esfuerzos de estabilización.

Inicio de la crisis

Entre principios de 1997 y el período posterior a la erupción de la crisis a mediados del año, se fue reduciendo la confianza en Malasia, como en los demás países de la región. Se produjo una fuerte salida de capitales de cartera (véase el gráfico, pág. 282) y disminuyeron significativamente los valores de la propiedad y la cotización de las acciones.

El ringgit se vio sometido a fuertes presiones. Los agentes tomaron posiciones cortas en el exterior, anticipándose a una gran devaluación, y como resultado, se incrementaron significativamente las tasas de interés extraterritoriales en ringgit con respecto a las tasas internas, lo que intensificó la salida del ringgit.

El sector empresarial malasio experimentó significativas pérdidas como consecuencia de la marcada caída del valor de los bienes raíces y las acciones utilizadas como garantía. El ingreso y el flujo de caja de las empresas también disminuyeron, impidiéndoles pagar el servicio de su deuda. Las dificultades financieras se vieron agravadas por las tenencias cruzadas, que permitieron a las empresas incurrir en una deuda mayor que la que resultaba de sus balances.

Gestión de la crisis

Como ocurrió en otros países afectados por la crisis, Malasia aplicó inicialmente políticas monetarias más restrictivas para ayudar a controlar la actitud del mercado y restablecer la confianza en el sistema financiero. A mediados de 1997 las autoridades aumentaron transitoriamente las tasas de interés, y el presupuesto para 1998 se revisó a principios del año, adoptándose una posición expansionista. Se consideró que esta política habría de sustentar el proceso de ajuste económico necesario para corregir los desequilibrios externos. El efecto de contagio de la crisis y la consiguiente contracción económica, sin embargo, fueron mucho mayores de lo que se había previsto. La política fiscal no fue lo suficientemente expansionista, y las tasas de crecimiento disminuyeron y se tornaron muy negativas a principios de 1998.

La fuerte contracción de la demanda interna hizo que la cuenta corriente externa mostrara un significa-

tivo superávit, pero también condujo a un nuevo deterioro del sector financiero. Se incrementó el nivel de préstamos incobrables, se redujo el ritmo de los depósitos, y disminuyeron las utilidades y el capital de las instituciones financieras. La confianza del mercado disminuyó en medio de la incertidumbre y los acontecimientos regionales adversos. Persistió la salida de capitales, lo que condujo a un círculo vicioso de pánico financiero ante las perspectivas de una nueva devaluación. En el tercer trimestre de 1998 el mercado de valores cayó al nivel más bajo de su historia reciente (véase el gráfico).

En septiembre de 1998 el gobierno malasio aplicó medidas destinadas a aislar a la política monetaria de la volatilidad externa. Las autoridades establecieron paridad entre el ringgit y el dólar estadounidense e impusieron controles de cambio y de capital. Los controles prohibieron las transacciones extraterritoriales en ringgit y restringieron la repatriación de inversiones de cartera. Estas medidas tuvieron por objeto permitir una mayor independencia monetaria y facilitar la posterior disminución de las tasas de interés, y complementaron el paquete de estímulo fiscal aplicado en mayo de 1998, que incrementó el gasto de capital. Sin embargo, cuando se aplicaron las políticas en septiembre, los mercados financieros regionales ya habían recuperado una cierta estabilidad y los flujos monetarios eran menos volátiles.

Los controles cambiarios y de capital reflejaron una gran diferencia con respecto a las políticas adoptadas por los demás países afectados por la crisis, e inicialmente la respuesta de los mercados internacionales fue negativa. Las agencias disminuyeron la calificación de Malasia y eliminaron al país de los principales índices de referencia de la inversión internacional, con lo que se incrementó marcadamente la prima de riesgo de Malasia en los mercados internacionales (véase el gráfico, pág. 284).

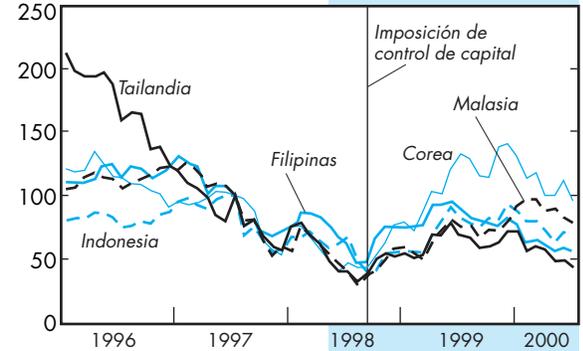
Las autoridades y los empresarios malasios, sin embargo, consideraron que la paridad y los controles permitían predecir la evolución futura en momentos de intensa volatilidad financiera. El impacto inicial sobre el mercado interno fue positivo en términos generales, y las cotizaciones bursátiles subieron inmediatamente después que se aplicaron los controles, reflejando la afluencia de fondos que no habían podido abandonar el país y el renovado interés de los inversionistas nacionales y extranjeros a medida que comenzó a estabilizarse la situación regional.

Impacto de las medidas

La actitud más favorable del mercado y la recuperación económica de Malasia después de la aplicación de las

Países asiáticos con crisis: Índice bursátil

Julio de 1997=100



Datos: Bloomberg y WEFA/INTLINE.



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
Virginia Masoller
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 del Boletín del 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 deberán dirigirse a: Publication Services, Box X2000, IMF, Washington D.C. 20431, EE.UU. Teléfono: (202) 623-7430. Fax: (202) 623-7201. Correo electrónico: publications@imf.org.

medidas de control se asemejan a lo observado en otros países asiáticos afectados por la crisis, y es difícil aislar el impacto del enfoque malasio de otros acontecimientos regionales que también han permitido a otros países aplicar medidas de reforma estructural y liberalización monetaria. Los controles se han aplicado eficazmente, y sin embargo han tenido un escaso impacto identificable sobre los flujos de capitales de cartera. Ello podría deberse al hecho de que cuando se introdujeron, un sustancial volumen de capitales de cartera ya había abandonado el país, y el entorno externo ya había mejorado. Además, el ringgit subvaluado redujo los incentivos a la salida de capitales. La eliminación del mercado extraterritorial de ringgit contribuyó, sin embargo, a disminuir la especulación contra la moneda.

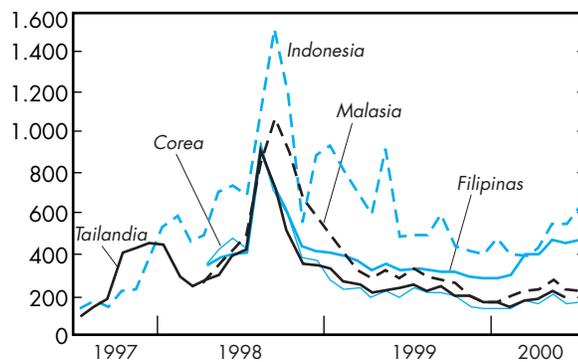
El subsiguiente relajamiento de los controles también moderó su impacto negativo. A principios de 1999, el período de un año para la repatriación del capital de cartera fue reemplazado por un sistema graduado de gravámenes de salida. Éste fue posteriormente simplificado, quedando sujeto a un gravamen fijo solamente las remesas de utilidades sobre el capital de cartera ingresado después de mediados de febrero de 1999. Los participantes en el mercado expresaron su satisfacción por estas medidas. Si bien durante febrero y octubre de 1999 se produjeron salidas netas de capitales, su volumen fue inferior al previsto.

Estas políticas, sin embargo, podrían tener efectos indirectos prolongados. La paridad del ringgit y las medidas de control redujeron la actividad en el mercado cambiario interno así como las operaciones de futuros y opciones, y desalentaron las medidas de cobertura. Los inversionistas extranjeros directos enfrentan ahora mayores costos administrativos por los procedimientos de verificación y aprobación, y consideran que la política de inversiones es impredecible. Todos estos factores pueden incrementar el riesgo país, aunque todavía no puede evaluarse si habrá efectos negativos a más largo plazo que afecten las perspectivas de los inversionistas o que influyan en el desarrollo del mercado financiero interno.

Las autoridades malasias consideraron que los controles de capital eran necesarios para evitar un pánico financiero. La paridad cambiaria permitió a los empresarios nacionales planificar con menos incertidumbre, y las bajas tasas de interés proporcionaron un respiro, permitiendo a las autoridades concentrarse en las reformas estructurales. A partir de mediados de 1998, Malasia aceleró los esfuerzos por mejorar los balances del sector bancario. Las autoridades crearon un organismo de gestión de activos para adquirir y maximizar el valor de recuperación de los préstamos no redituables, un organismo de recapitalización con el fin de asegurar niveles adecuados de capital para las instituciones financieras, y un comité para reestructurar grandes préstamos de las empresas. Posteriormente, un programa integral de fusiones bancarias se concentró en el desarrollo de un conjunto de instituciones bancarias vigorosas y dinámicas, en condiciones de competir en un entorno más globalizado.

**Países asiáticos con crisis:
Diferencial de bonos soberanos**

Puntos básicos, fin de periodo



Datos: Bloomberg y Deutsche Bank, *Emerging Market Weekly*.

Paralelamente, las autoridades otorgaron alta prioridad al fortalecimiento de la regulación de prudencia y la supervisión, adecuándolas a las mejores prácticas internacionales, asignando énfasis a la suficiencia de capital y la calidad de los activos. Se ha adelantado en la aplicación de una supervisión consolidada y el empleo de prácticas formalizadas de gestión de riesgos por parte de las instituciones bancarias. El país también ha procurado fortalecer la gestión empresarial y las prácticas de divulgación de datos.

El mejoramiento de la situación económica y los esfuerzos de reestructuración dieron mejores resultados en los sectores bancario y empresarial. Los esfuerzos coordinados por eliminar los préstamos no redituables y obtener nuevos capitales mejoraron la situación del sector financiero, y la vigorosa demanda externa, el mayor precio de los activos, las menores tasas de interés y la reestructuración de la deuda dieron una perspectiva más favorable a los balances de las empresas.

Desafíos futuros

La economía malasia está recuperándose rápidamente, y será importante mantener la inflación bajo control. A corto plazo, las políticas macroeconómicas deberán equilibrar la necesidad de respaldar la demanda interna y reducir rápidamente la brecha entre el producto efectivo y potencial, continuando los esfuerzos de reestructuración. A mediano plazo, Malasia se propone retornar a un crecimiento elevado y sostenido a través de una mayor productividad. Para ello, deberá mantenerse la estabilidad macroeconómica, facilitando al mismo tiempo una eficiente asignación de recursos y estimulando a los inversionistas a considerar al país desde una perspectiva a largo plazo. Es fundamental aplicar políticas macroeconómicas coherentes, con un marco regulatorio apropiado. Tales políticas mejorarán la gestión de riesgos y permitirán eliminar los restantes controles de capital y el desarrollo de un sector financiero y empresarial más vigoroso y competitivo. La reforma empresarial incrementará la productividad y ayudará al gobierno a contener potenciales pasivos contingentes. ■