

Entrevista al Director Gerente del FMI

Desequilibrios mundiales: O los corrigen las grandes economías o los corregirán los mercados

A principios de junio, el español Rodrigo de Rato asumió la dirección del FMI tras la renuncia de Horst Köhler a principios de marzo. Previamente, durante casi ocho años De Rato había ocupado distintos cargos en el Gobierno español, entre ellos el de Vicepresidente de Asuntos Económicos y Ministro de Economía (2000–04). Asimismo, durante su larga carrera política, fue diputado del Parlamento español. Laura Wallace, del Boletín del FMI, conversó con él sobre las fuerzas que están perfilando el panorama económico mundial y la revisión estratégica interna que ha emprendido el FMI.

BOLETÍN DEL FMI: Se ha referido a la necesidad vital de corregir los desequilibrios entre las principales

economías —Estados Unidos, Europa, Japón y los países asiáticos emergentes— para poder sustentar el crecimiento mundial. ¿Qué debe hacer cada una? ¿Y qué parte le toca al FMI?

DE RATO: Los gobiernos tienen dos alternativas: enfrentar el problema modificando sus políticas o dejar la solución en manos de las fuerzas del mercado, lo cual podría ser mucho más costoso y riesgoso. Estados Unidos debe apresurar la reducción del déficit público, algo que esperamos ver reflejado en las políticas del nuevo gobierno lo antes posible. Europa tiene que acelerar su crecimiento potencial y efectivo; 2004 será otro año de crecimiento demasiado débil. Lo mismo sucede en Japón: (Continúa en la página 330)



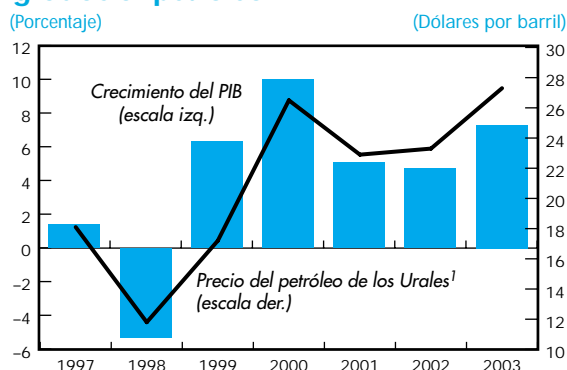
De Rato: Estados Unidos debe apresurar la reducción del déficit público.

Rusia: Cómo administrar la riqueza petrolera

El fuerte crecimiento económico y el ingreso petrolero imprevisto como resultado del alza de los precios (véase el gráfico) plantean nuevos retos fiscales para Rusia. Los servicios públicos básicos son deficientes y gran parte de la infraestructura está deteriorada, lo cual ha aumentado la presión para gastar la renta petrolera. Pero ante los indicios de creciente inflación y contracción de los mercados laborales, la política fiscal no debería añadir estímulo a la economía en este momento. De hecho, quizás haya que hacerla más restrictiva. Goohoon Kwon, uno de los representantes del FMI

en Moscú, analiza el desafío de emprender las reformas sociales necesarias, pero costosas, manteniendo a la vez la estabilidad macroeconómica.

Fuerte crecimiento, en gran parte gracias al petróleo



¹Los Urales son la principal región productora de petróleo de Rusia. El crudo de los Urales se cotiza por separado en los mercados mundiales de petróleo.

Datos: Rosstat y Reuters.

El actual sistema de prestaciones sociales, heredado de la era soviética, sufre un grave déficit de financiamiento, es sumamente ineficiente y se presta a abusos. En el proyecto presupuestario para 2005, el gobierno propone aumentar el gasto social (alrededor de tres cuartas partes del 1% del PIB) para una ambiciosa reforma de las prestaciones sociales. Esta afectará a

(Continúa en la página 332)

En este número

- 329 De Rato y los desequilibrios mundiales
- 329 La política fiscal de Rusia
- 333 De Rato viaja a Rusia
- 334 Reunión del Consejo Mundial de Iglesias con el FMI y el Banco Mundial
- 336 ¿Es mejor el desempeño de los bancos extranjeros durante una crisis?
- 338 Una medida más representativa de los precios al productor
- 340 Cómo escapar de una trampa bancaria
- 342 Jeffrey Frankel y las crisis monetarias
- Y...
- 334 Publicaciones recientes
- 339 Tasas del FMI
- 341 Publicado en Internet
- 343 Acuerdos del FMI

De Rato habla de las reservas acumuladas en Asia

No creo que haya que tenerle miedo al cambio. Solo debemos estar seguros de dos cosas: que lo que hacemos marca una diferencia y que lo hacemos bien. Y yo creo en estas dos cosas.

—Rodrigo de Rato

(Continuación de la página 329) habrá que acelerar las reformas para que la economía se dinamice. Las economías asiáticas de mercados emergentes deben inclinarse por mecanismos cambiarios que reflejen mejor las variables económicas fundamentales y las ayuden a absorber los cambios de la economía mundial o los *shocks* externos. Si estos grandes protagonistas económicos adoptan estas políticas, que son bastante razonables, se podrían corregir los desequilibrios mundiales de manera positiva.

En cuando al papel del FMI, estos desequilibrios tienen que ver con la supervisión mundial y ahora somos mucho más conscientes de los riesgos sistémicos, que afectan no solo a los países individualmente sino también a gran parte del mundo o de las regiones importantes.

BOLETÍN DEL FMI: La prensa habla de una posible caída del 20% al 40% en el valor del dólar. ¿Qué opinión le merece este tipo de especulación? ¿Qué significaría esa caída para la economía mundial?

DE RATO: El debate existe, y se harán muchas predicciones y análisis. Pero el hecho es que ese debate tiene razón de ser; la gente no está especulando por puro gusto. Obviamente, es muy difícil hacer predicciones sobre la evolución de las monedas, especialmente sobre cuándo y cuánto fluctuarán. Ahora bien, el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos es muy grande y a todo el mundo le conviene que se lo reduzca de manera ordenada. Si estudiamos los distintos escenarios posibles, vemos que algunos beneficiarían a todos, mientras que otros perjudicarían a todos.

BOLETÍN DEL FMI: La masiva acumulación de reservas de divisas que están haciendo Japón y ciertas importantes economías asiáticas de mercados emergentes, ¿es buena para estos países o para el sistema internacional? ¿Puede continuar?

DE RATO: La decisión le corresponde a estos países. Son protagonistas económicos independientes, y si desean acumular reservas, es una estrategia para afianzar su independencia y limitar los riesgos. Pero como cualquier otro factor económico, esa acumulación tiene límites, y en un momento dado complica la política monetaria y la política antiinflacionaria. Lo que les aconsejamos a estos países es que sean conscientes de esos límites, aunque ya los tienen muy en cuenta. También les aconsejamos que, como mencioné, se inclinen por mecanismos cambiarios más flexibles.

En cuanto a la economía mundial, hasta ahora estos países son los que han financiado el déficit estadounidense en cuenta corriente —que ha sido el principal motor del crecimiento mundial— así que, dentro de todo, no nos podemos quejar demasiado. La cuestión

es si esa acumulación es sostenible: hay cada vez más indicios de que es muy grande y los mercados están pidiendo un cambio de política. No creo que la situación sea traumática, pero sí que se necesita un cambio de política para evitar que llegue a serlo. Y ahora es un buen momento para que la mayoría de los protagonistas económicos haga ese cambio, porque sus economías están remontando, aunque con un poco menos de vigor a causa del precio del petróleo.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cuánto le preocupa el efecto del precio persistentemente elevado del petróleo para el crecimiento mundial? ¿Qué le aconsejaría a los países que importan y exportan petróleo?

DE RATO: Desde el principio dijimos que el elevado precio del petróleo está impulsado por la demanda, algo muy distinto de lo sucedido en alzas anteriores. Eso no significa que no haya limitaciones de la oferta en algunas áreas, o que no haya falta de transparencia en los mercados. Pero aun teniendo todo esto en cuenta, la cuestión es muy simple: el petróleo está caro porque hay más consumo. Eso significa que la economía mundial está absorbiendo mucho mejor los *shocks* causados por las limitaciones de la oferta. Y también significa que será una situación más permanente —es decir, el precio mínimo del petróleo ha subido a causa de la demanda— y esta es una realidad que los consumidores deberán aceptar. Y las autoridades de los países importadores de petróleo deberán examinar detenidamente las políticas energéticas, centrándose en la conservación y la eficiencia.

En los países exportadores, las autoridades deberán reconocer que el alza de los precios del petróleo no siempre ha sido beneficiosa; a menudo da lugar a fuertes sacudidas en los equilibrios macroeconómicos, un gasto público ineficiente y mayor vulnerabilidad económica sin estimular el desarrollo ni reducir la pobreza. Por supuesto, esta no es una verdad universal, pero ha ocurrido lo suficiente como para tener muy presente que el precio elevado del petróleo es un arma de doble filo. Es por eso que el FMI les aconseja a estos países que ahorren para el futuro, recorten la deuda y gasten en infraestructura y necesidades sociales hoy, pero con más transparencia y eficiencia a la hora de distribuir recursos y seleccionar proyectos.

BOLETÍN DEL FMI: Hace apenas unas semanas usted volvió de Oriente Medio. ¿Cuál es el pronóstico económico para la región?

DE RATO: La región está pasando por un buen momento: ha mejorado el panorama macroeconómico de muchos países, y los equipos económicos nuevos y antiguos tienen muy claras las políticas necesarias para la reforma y la estabilidad macroeconómica. Además,

el encarecimiento del petróleo aportará beneficios, cuantiosos para algunos países. El reto consiste en usar la riqueza petrolera con prudencia para corregir los desequilibrios macroeconómicos, estimular el crecimiento y reducir la dependencia del petróleo para el crecimiento. La región también necesita enfrentarse al desafío de la integración regional, tanto en el golfo como en el norte de África. En todos estos ámbitos, el FMI puede aportar asesoramiento en materia de políticas y asistencia técnica.

BOLETÍN DEL FMI: Inspirado en el sexagésimo aniversario de las instituciones de Bretton Woods y con el aliento de los principales países industriales, el FMI ha emprendido una revisión estratégica de su labor. ¿Cómo está avanzando y cuál es la meta?

DE RATO: Primero, en respuesta al claro deseo de muchos países y de la opinión pública, el FMI se está planteando su función y su labor. Está demostrando que tiene capacidad de reflexión y amplitud de miras para absorber lo que otros piensan. Segundo, una institución internacional que trata con temas macroeconómicos y financieros tiene que ser muy consciente de la profundidad y la velocidad de los cambios que ocurren en el mundo, y de los efectos que le están produciendo. Así que no es que el FMI esté buscando algo que hacer: más bien, lo que hace está cambiando. En los últimos 10 años han cambiado la fortaleza de los mercados internacionales, la demanda de asistencia técnica y la prevención y solución de crisis. Es un muy buen ejercicio, y no es teórico.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Para cuándo habrá resultados?

DE RATO: Me gustaría proponer algunas ideas en las reuniones de abril del FMI y del Banco Mundial.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Espera que la revisión cambie la manera en que trabaja el FMI?

DE RATO: ¿Por qué no? No creo que haya que tenerle miedo al cambio. Solo debemos estar seguros de dos cosas: que lo que hacemos marca una diferencia y que lo hacemos bien. Y yo creo en estas dos cosas. Espero que este análisis lleve al FMI a cambiar la manera en que trabaja; de eso se trata, a fin de cuentas.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Hay cambios que ya están decididos?

DE RATO: No quiero que esta revisión esté dictada por las preferencias de una determinada persona, ni siquiera las mías propias. Debe ser un análisis colectivo, alimentado por todos los recursos intelectuales del FMI, que todos compartan y todos comprendan, y en el que a mí me toca solamente una parte.

BOLETÍN DEL FMI: Muchos dirigentes africanos están planteando el tema de darle a África más voz en las operaciones y las políticas del FMI. También en Asia,

a muchos países les parece que no están debidamente representados en el FMI porque sus cuotas no reflejan su actual importancia económica. ¿Cree que la legitimidad del FMI se ve amenazada por el hecho de que los países miembros no logren convenir en la reforma de las cuotas y la representación?

DE RATO: No creo que nuestra legitimidad se vea amenazada, porque funcionamos de común acuerdo.

Pero hay muchas voces que reclaman un nuevo acuerdo para afianzar nuestra legitimidad y se trata de un problema sumamente grave.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué se necesitaría para llegar a un acuerdo?

DE RATO: Consenso político. No creo que se trate de un problema técnico, de precisar mejor las cuotas o el número de votos. Es cuestión de que los países se reúnan y decidan que este tema tiene prioridad. En mi opinión, si la tiene, como lo dije en el discurso ante las Reuniones Anuales de octubre.

BOLETÍN DEL FMI: Una de las principales prioridades del FMI es ayudar a los países más pobres —en su mayoría africanos— a alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM). Jeffrey Sachs opina que lo que África realmente necesita es “un buen empujón”, o sea, un aluvión de ayuda exterior. ¿Es eso lo que hay que hacer para poner fin a esta situación desesperada? ¿Qué palabras tiene para quienes dicen que los ODM están acaparando la atención y que también hay que mirar más allá de 2015?

DE RATO: Estamos de acuerdo en que se necesita más y mejor ayuda, ¡y ya mismo! Exhortamos a los gobiernos a tomar conciencia de la necesidad de incrementar la ayuda y hacerla más predecible, y de que los donantes coordinen mejor para que sus condiciones no sean demasiado onerosas. Nosotros también debemos esforzarnos más, por ejemplo, respaldando a los países en la preparación de los documentos de estrategia de lucha contra la pobreza, que sirven de base al alivio de la deuda y a los programas de préstamo del FMI y del Banco Mundial. Esos documentos ayudan muchísimo a los países a elaborar sus propias estrategias sólidas y sostenibles contra la pobreza.



De Rato muestra a los alumnos de la escuela primaria Nakiwogo, en Entebbe, Uganda, dónde está España, su tierra natal.

¿Estamos demasiado concentrados en los ODM? Creo que no. Son muy útiles porque permiten medir el avance logrado. De hecho, el FMI está participando muy activamente, dentro de la comunidad internacional, para supervisar el progreso hacia los ODM.

BOLETÍN DEL FMI: En los últimos seis meses usted viajó a todas las regiones del mundo para familiarizarse con la situación de cada una. ¿Qué fue lo más importante que le dejó esa experiencia?

DE RATO: Los viajes que he realizado en los últimos cinco meses fueron sumamente provechosos. Tuve la oportunidad de reunirme con muchos jefes de Estado,

primeros ministros, ministros de Hacienda, presidentes de bancos centrales, y el personal del FMI destacado en estos países. Eso me permitió ampliar mi perspectiva sobre los problemas y escuchar distintas opciones para solucionarlos. Sin duda alguna, con los viajes pude corroborar algo que me había enseñado mi propia experiencia antes de venir al FMI: es fundamental que todos los países se sientan identificados con la política económica que se está diseñando. También reafirmaron que nuestro asesoramiento, sumado a una política macroeconómica sólida, sí ayuda a los países a prepararse mejor para hacer frente a las dificultades. ■

Rusia debería controlar su política fiscal

(Continuación de la página 329) decenas de millones de beneficiarios y pretende reducir las prestaciones a niveles asequibles, asegurar el pleno financiamiento de las prestaciones restantes, delimitar las responsabilidades de gasto social del gobierno federal y los gobiernos locales, y reemplazar las prestaciones en especie por una remuneración monetaria.

El gobierno también propone recortar el impuesto a la seguridad social, lo cual reduciría sus ingresos en casi 1¼% del PIB en 2005. Este tributo, que pesa principalmente sobre las nóminas, es la fuente más importante de renta pública —la recaudación equivale casi al 8% del PIB— y financia el sistema jubilatorio, la atención de la salud y las prestaciones por discapacidad.

La decisión de recortar el impuesto a la seguridad social no es mala en sí. El impuesto representa una carga para el sector empresarial y está frenando el crecimiento de las empresas pequeñas y medianas, ya que impide la inversión y fomenta la evasión tributaria. Quienes propugnan reducirlo creen que todo efecto negativo que pueda sufrir la renta pública se verá compensado por una mejor recaudación y un efecto positivo sobre la oferta. Pero no está claro en qué

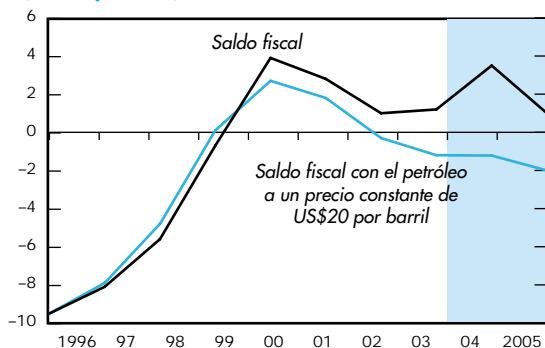
medida mejorará la recaudación. La experiencia de recortes tributarios anteriores hace pensar que para poder ampliar la base tributaria es fundamental una administración impositiva más rigurosa.

Por lo tanto, si se recorta el impuesto a la seguridad social y se incrementa a la vez el gasto público, lo más probable es que se abra un gran hueco en el presupuesto. Y aunque el gobierno espera financiarse con otros impuestos —a los bienes muebles, a los dividendos y al ingreso mixto— esa recaudación extra probablemente será pequeña. Lo que queda son los impuestos al petróleo. Según el gobierno, la progresión tributaria será acentuada, ya que las tasas marginales se incrementarán cuanto más caro sea el petróleo. Así, el gobierno espera engrosar la recaudación en más o menos la mitad del 1% del PIB, con el precio del crudo a más de US\$30 por barril (pero no ganará casi nada a US\$20 por barril). El presupuesto para 2005 prevé una renta adicional equivalente a tres cuartas partes del 1% del PIB principalmente gracias a este tributo sobre el ingreso petrolero extraordinario.

El recorte de los impuestos también demuestra cuán apremiante es una reforma integral de las jubilaciones. Según las proyecciones, el gasto en jubilaciones públicas aumentará hasta 4 puntos porcentuales del PIB para 2040 (sobre todo a causa del rápido envejecimiento de la generación de posguerra) a menos que se reduzcan las prestaciones y se incremente la edad de jubilación. El fondo jubilatorio recibirá otra cuarta parte del 1% del PIB al desviar algunos de los aportes del régimen de plena capitalización al sistema de reparto. Pero aun así habrá un déficit sustancial en 2005, que el gobierno se propone corregir extrayendo 75.000 millones de rublos del fondo de estabilización petrolera. El gobierno sostiene que se trata de una medida extraordinaria y que se necesitará una reforma jubilatoria total —que incluya una mayor edad de jubilación— para restablecer la solvencia a largo plazo del sistema de jubilaciones públicas.

De no ser por el elevado precio del petróleo, el gobierno estaría en déficit

(Porcentaje del PIB)



Nota: La zona sombreada representa proyecciones.
 Datos: Ministerio de Hacienda ruso y FMI.

Evitar auges y depresiones causados por el petróleo

A corto plazo, dado el panorama tan alentador del precio del petróleo, las ganancias producidas por los impuestos al petróleo probablemente superen con creces las pérdidas causadas por el recorte impositivo, lo cual ayudará al gobierno a mantener un superávit presupuestario mientras lleva a cabo las reformas previstas (véase el gráfico, pág. 332). Pero a más largo plazo, los cambios propuestos dejarán a la renta pública expuesta a las fluctuaciones del precio del petróleo. La volatilidad de la renta pública ya se agravó sustancialmente desde la crisis de 1998 debido a la mayor importancia que ha adquirido el sector petrolero dentro de la economía y a los cambios de la legislación tributaria.

Es entonces aún más importante que el gobierno institucionalice un sistema para ahorrar los ingresos imprevistos, manteniendo el fondo de estabilización petrolera creado en 2004. El fondo ha comenzado a acumular estos ingresos extraordinarios, producto de los impuestos aplicados al petróleo extraído en los Urales cuando el precio supera los US\$20 por barril, y está previsto que alcance el tope de 500.000 millones de rublos (alrededor de 2¾% del PIB) antes de fin de

año. La legislación vigente permite al gobierno gastar cualquier suma por encima de ese tope, desbaratando así las salvaguardias legales contra una política fiscal que exacerbará los auges y las depresiones de origen petrolero, en vez de atenuarlos.

Para corregir algunos de estos problemas, el Ministerio de Hacienda propuso hace poco elevar el tope del fondo de estabilización petrolera —posiblemente hasta 4½% del PIB— y usar el excedente para saldar la deuda externa y financiar un moderado aumento de los proyectos de infraestructura. La renta extraordinaria ya no se utilizará para financiar déficit jubilatorios.

Rusia debe plantearse en serio cómo administra la riqueza petrolera. Si no lo hace con prudencia, el petróleo podría borrar rápidamente los años de enormes esfuerzos para bajar la inflación y fortalecer la economía. Las propuestas del Ministerio de Hacienda ayudarían a proteger estos logros tan difíciles de alcanzar. ■

Pueden adquirirse ejemplares de “Russian Federation: Selected Issues” (IMF Country Report No. 04/316) al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 335. El texto completo, en inglés, puede consultarse en www.imf.org.

De Rato advierte a Rusia no distender la política fiscal

Durante una visita a Moscú el 17 y 18 de noviembre, Rodrigo de Rato, Director Gerente del FMI, aconsejó al Presidente Vladimir Putin ahorrar íntegramente las rentas petroleras imprevistas. “Respaldamos la política presupuestaria prudente que han aplicado las autoridades rusas en los últimos años, sobre todo la decisión de ahorrar las rentas petroleras extraordinarias. Esta política cautelosa ha evitado el recalentamiento y contribuido a mantener la competitividad”, declaró De Rato.

Haciendo mención de la necesidad de reducir la inflación, De Rato desaconsejó al Gobierno ruso la adopción de un presupuesto menos estricto para 2005.

Al seguir canalizando las rentas petroleras imprevistas hacia el fondo de estabilización, dijo, el



Durante su visita a Moscú, De Rato (izq.) elogió las políticas económicas de Rusia, pero advirtió al Presidente Putin que, económicamente, al país le convendría más seguir ahorrando la totalidad de la renta extraordinaria del petróleo.

gobierno podría quitarle impulso a la apreciación del rublo y así la política monetaria podría centrarse en la reducción de la inflación.

De Rato también alentó al Presidente Putin a utilizar la renta petrolera para saldar con anticipación la deuda externa, como lo propuso hace poco el Ministerio de Hacienda. De acuerdo con el servicio de noticias ruso ITAR-TASS, el Presidente Putin le dijo a De Rato durante el diálogo que estaba planteándose la posibilidad de un reembolso anticipado de los préstamos adeudados al FMI y al Club de París. Rusia es el quinto deudor más grande del FMI, con una masa de préstamos equivalente a US\$3.700 millones.

El comunicado de prensa No. 04/244, publicado en inglés en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org), contiene más información sobre el tema.

Las instituciones de Bretton Woods y el Consejo Mundial de Iglesias encuentran terreno común

Las máximas autoridades del FMI y del Banco Mundial se reunieron por primera vez con sus pares del Consejo Mundial de Iglesias (CMI) en Ginebra el 22 de octubre. El personal de las tres instituciones ha mantenido un diálogo sobre la reducción de la pobreza y el desarrollo desde 2002. Los altos directivos reconocieron que existen sustanciales puntos de acuerdo, pero también que persisten diferencias que necesitan analizarse más a fondo.

La reunión central, moderada por Cornelio Sommaruga, antiguo presidente del Comité Internacional de la Cruz Roja, tuvo lugar en la sede del CMI ante la presencia de su consejo rector y su personal, representantes de instituciones afiliadas y de la prensa cristiana, y personal del Banco Mundial y del FMI. El Rev. Dr. Sam Kobia,

Secretario General del CMI, explicó que la organización que dirige —desde su fundación en 1948 la principal organización interdenominacional de iglesias protestantes— se enorgullece de su tradición de dar voz a quienes no la tienen. Dijo que el CMI está comprometido a lograr una economía mundial y un proceso de desarrollo que giren en torno al ser humano. Ni el crecimiento ni la riqueza “por filtración” bastan para reducir la pobreza; también hay que hacer frente

a las desigualdades. Hizo un llamado a la sensatez, pidiendo que se reconozca que la realidad del medio ambiente no deja margen para suponer que puede haber “crecimiento ilimitado”.

La Dra. Agnes Abuom, Presidenta del CMI para África, señaló las diferencias tan obvias entre ricos y pobres, argumentando que se necesitan medidas redistributivas para alentar la creación de comunidades justas, participativas y sostenibles. También criticó la falta de democracia en las instituciones de Bretton Woods, diciendo que en la actualidad funcionan básicamente como plataforma para los países industriales.

James Wolfensohn, Presidente del Banco Mundial, declaró que hacía mucho tiempo que estaba convencido de la valiosa función que desempeñan los grupos de fe en el desarrollo y que había intentado tender puentes con ellos, a veces en contra de las objeciones de su propio Directorio. En una publicación de 2002, el CMI había puesto en tela de juicio el compromiso del Banco en la lucha contra la pobreza, pero ese compromiso no solo es profundo sino que a menudo está inspirado, a nivel del personal, en creencias de fe. Wolfensohn también pidió a los críticos del sistema de gobierno de las instituciones de Bretton Woods que reconocieran que son los países miembros, no los directivos, quienes pueden cambiar la situación. Explicó que lo que más le inquieta es la posibilidad de que la lucha contra la pobreza mundial termine siendo víctima de la actual preocupación por la seguridad y también de una crisis de falta de acción que ha dejado muchas promesas sin cumplir.



De camino hacia Oriente Medio, Rodrigo de Rato, Director Gerente del FMI (der.), se reunió brevemente con James Wolfensohn y con el Rev. Dr. Sam Kobia, antes de la reunión central.

Publicaciones recientes

IMF Working Papers (Documentos de trabajo; US\$15)

- 04/173: “Domestic Competition Spurs Exports: The Indian Example”, Tushar Poddar
- 04/174: “Microfinance in Africa: Experience and Lessons from Selected African Countries”, Anupam Basu, Rodolphe Blavy y Murat Yulek
- 04/175: “Insurance Value of International Reserves: An Option Pricing Approach”, Jaewoo Lee
- 04/176: “Sources of Growth in Sub-Saharan Africa”, Bernardin A. Akitoby, Dhaneshwar Ghura, Amor Tahari y Emmanuel Brou Aka
- 04/177: “What Is an Emerging Market?” Ashoka Mody
- 04/178: “Trade Liberalization, Exchange Rate Changes, and Tax Revenue in Sub-Saharan Africa”, Terence Agbeyegbe, Janet G. Stotsky y Aseggedech WoldeMariam
- 04/179: “Quota Brokers”, Susumu Imai, Kala Krishna, Abhiroop Mukhopadhyay y Ling H. Tan
- 04/180: “An Institutional Framework for Comparing Emerging Market Currency Boards”, Marie-Therese Camilleri Gilson
- 04/181: “Pension Funds and Emerging Markets”, Jorge A. Chan Lau

- 04/182: “What Do We Know About Tariff Incidence?” Stephen P. Tokarick
- 04/183: “Intercreditor Distribution in Sovereign Debt Restructuring”, Ousmene-Jacques Mandeng
- 04/184: “Institutions, Program Implementation, and Macroeconomic Performance”, Saleh M. Nsouli, Rouben Atoian y Alexandros T. Mourmouras
- 04/185: “R&D, Innovation, and Economic Growth: An Empirical Analysis”, Hulya Ulku
- 04/186: “Fear of Service Outsourcing: Is It Justified?” Mary Amity y Shang-Jin Wei
- 04/187: “Defining Financial Stability”, Garry J. Schinasi
- 04/188: “Real Exchange Rates in Developing Countries: Are Balassa-Samuelson Effects Present?” Ehsan U. Choudhri y Mohsin S. Khan
- 04/189: “Can Higher Reserves Help Reduce Exchange Rate Volatility?” Ketil Hviding, Michael Nowak y Luca A. Ricci
- 04/190: “The Internal Job Market of the IMF’s Economist Program” Greg Barron y Felix Vardy
- 04/191: “A New Taxonomy of Monetary Regimes”, Mark R. Stone y Ashok J. Bhundia

Del lado del FMI, Agustín Carstens, Subdirector Gerente, dijo que uno de los elementos críticos de este diálogo es comprender el mandato de la organización. El FMI ayuda a los países miembros a sentar las bases macroeconómicas estables que se necesitan para el crecimiento sostenido y la reducción de la pobreza y, en momentos de crisis, a tomar medidas para evitar graves daños. Carstens también subrayó la importancia del comercio internacional para facilitar el desarrollo y la reducción de la pobreza. En respuesta a preguntas sobre la labor de la institución, enfatizó que la supervisión de las políticas de los países miembros que lleva a cabo el FMI asegura que todos los países reciban el mismo análisis riguroso, y que a través de sus exámenes económicos y financieros mundiales se mantiene alerta a los efectos de las políticas de los países industriales sobre los países en desarrollo.

Haciendo una síntesis, Sommaruga alabó la “gran calidad” del diálogo y sugirió, en parte ante las preguntas planteadas, cinco temas de futura reflexión: los problemas de las poblaciones indígenas; la opinión de los países que han tenido experiencia con la estrategia de reducción de la pobreza; los esfuerzos en curso para lograr los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM) de la ONU, con especial énfasis en los programas y la educación comunitaria; la gestión del gobierno, y la intensificación de las medidas para tratar y reducir la incidencia del VIH/SIDA. Se acordó continuar el diálogo entre las instituciones de Bretton Woods y el CMI a nivel del personal, a través de estudios de caso sobre las experiencias de los países, por ejemplo.

Las tres organizaciones también dieron a conocer una declaración conjunta y un documento sobre sus coincidencias y divergencias, en el que enfatizan que comparten el objetivo de reducir la pobreza y que están

colaborando para lograrlo atendiendo a sus respectivos mandatos y responsabilidades. También señalan que un objetivo importante del diálogo es contribuir a la eficacia de la lucha contra la pobreza, entre otras cosas mejorando la comunicación y la cooperación entre las instituciones de Bretton Woods y el CMI.

El documento, que refleja la labor en curso enmarcada por este diálogo, se centra en cuatro temas:

- Cuestiones institucionales y de gestión de gobierno de las instituciones de Bretton Woods (incluidas la voz y representación de los países en desarrollo y de mercados emergentes).

- La evolución de las funciones y actividades del FMI y del Banco Mundial en pro de la mejora del bienestar humano y de la asistencia a los países miembros para reducir la pobreza y lograr los ODM.

- Las estrategias nacionales e internacionales necesarias para un desarrollo socioeconómico exitoso (que deberán abordar aspectos tales como las fallas de los mercados, el comercio internacional y las corrientes de capital, los problemas de la balanza de pagos, las transferencias de recursos, la identificación de los países con las políticas, el alivio y la reducción de la deuda, y la globalización).

- Un informe sobre el avance socioeconómico, que aplaude la fuerte reducción de la pobreza en Asia pero señala que aún queda mucho por hacer en otras regiones y en la lucha contra el flagelo del VIH/SIDA. ■

La declaración conjunta y el documento están publicados en los sitios de las tres organizaciones en Internet (en el caso del FMI, en <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2004/pr04220.htm>). En el sitio del FMI también aparece el texto completo de la intervención de Agustín Carstens.



Abuom: Hay que alentar la creación de comunidades justas, participativas y sostenibles.



Carstens: El FMI ayuda a los países miembros a sentar las bases macroeconómicas estables que se necesitan para el crecimiento sostenido y la reducción de la pobreza.

- 04/192: “The Mussa Theorem and Other Results on IMF-Induced Moral Hazard”, Olivier D. Jeanne y Jeromin Zettelmeyer
- 04/193: “Work Absence in Europe”, Leo Bonato y Lusine Lusinyan

IMF Country Reports (Informes del FMI sobre las economías nacionales; US\$15)
(El nombre de un país indica que el informe trata sobre la consulta del Artículo IV)

- 04/276: Former Yugoslav Republic of Macedonia: Second Review Under the Stand-By Arrangement and Ex Post Assessment of Performance Under Fund-Supported Programs
- 04/277: Bangladesh: Joint Staff Assessment of the PRSP Status Report
- 04/278: Republic of Tajikistan: Joint Staff Assessment of the PRSP Progress Report

- 04/279: Bangladesh: PRSP Status Report
- 04/280: Republic of Tajikistan: PRSP Progress Report
- 04/281: Philippines: ROSC—Data Module
- 04/282: Tanzania: PRSP Progress Report
- 04/283: Tanzania: Joint Staff Assessment of the PRSP Progress Report
- 04/284: Tanzania: Selected Issues and Statistical Appendix
- 04/285: Tanzania
- 04/286: Dominica: Second Review Under the Three-Year Arrangement Under the PRGF and Request for Waiver of Performance Criterion
- 04/287: Jordan: Third Review Under the Stand-By Arrangement
- 04/288: Russian Federation: ROSC—Fiscal Transparency Module

PRSP=Poverty Reduction Strategy Paper
ROSC=Report on the Observance of Standards and Codes

Los pedidos deben dirigirse a: IMF Publication Services, Box X2004, 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 del *Boletín del FMI*, el *Suplemento* anual sobre el *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.

Nuevo estudio sobre Malasia

¿Es mejor el desempeño de los bancos extranjeros durante una crisis?

Más o menos a lo largo de la última década, los bancos extranjeros han aumentado mucho su presencia en los países de mercados emergentes, pero ¿se tradujo esto en una mayor estabilidad? Enrica Detragiache y Poonam Gupta del Departamento de Estudios del FMI examinaron recientemente la forma en que los bancos nacionales y extranjeros capearon la crisis financiera que golpeó a Malasia en 1997. Su estudio reveló que hubo grandes diferencias en la forma de actuar de los bancos (tanto extranjeros como nacionales) que trabajaban principalmente en Asia y los extranjeros que no se especializaban en este continente. Jacqueline Irving, del Boletín del FMI, les pregunta acerca de las conclusiones que sacaron.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Por qué decidieron examinar el desempeño de los bancos extranjeros frente a los nacionales en una crisis financiera? ¿Por qué Malasia?

DETRAGIACHE: Un gran número de bancos extranjeros entró en los mercados emergentes durante los últimos 10 años y muchos investigadores y dirigentes se preguntan cómo afectará esto al sector bancario de estos mercados. Si bien se han realizado estudios sobre la forma en que su entrada afecta la competencia en el mercado, los resultados de los bancos locales y otros factores, no conocemos ninguno que haya considerado su actuación en comparación con la de los bancos nacionales durante una crisis. También pensamos que sería un tema interesante, ya que se han producido crisis con mucha frecuencia.

GUPTA: En el caso de Malasia, cabe preguntarse si la presencia de los bancos extranjeros aumenta o disminuye durante o justo después de una crisis. Cuando se liberalizan los sectores financieros de mercados emergentes luego de una crisis, se encuentra que a raíz de ello aumenta el número de bancos extranjeros, un efecto que no puede diferenciarse de los efectos reales de la crisis. Escogimos a Malasia porque ha tenido muchos bancos extranjeros durante largo tiempo, es un caso típico de una crisis de mercado emergente y hay buena información. Pudimos obtener datos a nivel macro y al de los bancos, y teníamos información detallada sobre el apoyo del gobierno a cada banco durante la crisis.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Superaron la crisis los bancos extranjeros mejor que los nacionales?

DETRAGIACHE: Determinamos que la mayor diferencia no se daba entre bancos extranjeros y nacionales, sino entre los bancos extranjeros orientados principalmente a Asia y los que no lo están. Algunos bancos extranje-

ros, por ejemplo, unos cuantos de otros países del sudeste asiático y dos del Reino Unido especializados en Asia, en general tuvieron una actuación similar a los nacionales. En cambio, los extranjeros ajenos a la región, por ejemplo, algunos bancos norteamericanos y alemanes que no se especializaban en Asia, aparentemente tuvieron un mejor desempeño durante y después de la crisis: no sufrieron disminución de su rentabilidad; los préstamos no redituables no aumentaron tanto y, en general, los indicadores de su funcionamiento eran mejores. En este grupo, el aumento de los depósitos registró una baja menos pronunciada. **GUPTA:** Aparte de estos indicadores, examinamos si su presencia en el mercado se había modificado con posterioridad a la crisis y si habían recibido apoyo oficial. En cuanto a la presencia, los resultados de los tres grupos de bancos eran idénticos desde el punto de vista estadístico. Tras la crisis, los bancos extranjeros no redujeron su presencia más rápido que los nacionales. Pero los resultados mostraban decididamente un menor apoyo estatal para los bancos extranjeros, sobre todo los que trabajan más en Asia pese a que tenían muchos préstamos no redituables.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué creen que explica esta diferencia de conducta entre los bancos extranjeros orientados a Asia y los que no lo están?

DETRAGIACHE: No hay una explicación obvia y probablemente se trata, en parte, de una cuestión pendiente. Una posibilidad es que los bancos que no estaban orientados a Asia recibieran más apoyo financiero de sus casas matrices y no sufrieran tantos problemas de liquidez como los bancos que tienen una orientación más local. Sin embargo, al analizar los datos, vimos que los bancos no orientados a Asia tenían una menor cantidad de préstamos no redituables. Así que no solo tenían más acceso a la liquidez sino también, para empezar, una cartera de préstamos en mejores condiciones.

Entonces la pregunta pasó a ser: ¿por qué arrojaron mejores resultados sus carteras? Una hipótesis era que otorgaban préstamos a las empresas multinacionales. Puesto que no se especializaban en Asia, su base de clientes tendería a trabajar menos en esa región, con lo cual estaban más protegidos de los efectos de esta crisis.

Esto parecía plausible, pero después encontramos datos que indicaban que esta no era toda la explicación. La composición por sectores de sus carteras de préstamo mostraba que los bancos extranjeros no orientados a Asia tenían más préstamos en el de

Determinamos que la mayor diferencia no se daba entre bancos extranjeros y nacionales, sino entre los bancos extranjeros orientados principalmente a Asia y los que no lo están.

—Enrica Detragiache

Una menor exposición a sectores riesgosos ayudó a los bancos extranjeros no orientados a Asia

	Sector inmobiliario (porcentaje del total de la cartera ¹)	Sector manufacturero (porcentaje del total de la cartera ¹)
Todos los bancos	35,1	15,3
Bancos extranjeros orientados a Asia	34,0	21,5
Bancos extranjeros no orientados a Asia	15,4	34,2

¹Fines de 1998.

Datos: Banco Central de Malasia

manufacturas (véase el cuadro). También estaban menos expuestos al sector inmobiliario y habían otorgado menos préstamos para financiar las inversiones bursátiles del sector privado, dos puntos en los que se concentró la mayor parte de los problemas de calidad de los préstamos. Los bancos extranjeros orientados a Asia y los nacionales habían asumido un riesgo relativamente más alto en estos dos sectores. De modo que era evidente que la distinta forma en que operaban los bancos antes de la crisis explicaba las diferencias de lo sucedido después.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Por qué escogieron los bancos distintas clases de carteras?

GUPTA: Una explicación podría ser el riesgo moral, aunque no aclara por qué los bancos extranjeros orientados a Asia decidieron adoptar una estrategia de alto riesgo similar a la de los nacionales. Los extranjeros no recibieron un apoyo oficial significativo. La otra posibilidad es el efecto de manada.

DETRAGIACHE: Es decir, más concretamente, los administradores de las carteras de estos bancos extranjeros pueden haber decidido seguir a la “manada” de banqueros de la región que trataban de ganar mucho invirtiendo en sectores de riesgo y que, al hacerlo, quedaron atrapados en la burbuja especulativa junto con sus pares. En cambio, el grupo de banqueros no especializados en Asia puede haber actuado de manera diferente, lo que los protegió de los créditos arriesgados.

Esto revela que la buena gestión de un banco, ya sea nacional o extranjero, es más importante que el acceso a la liquidez en una situación de emergencia. Uno de los argumentos a favor de que los mercados emergentes tengan una mayor apertura al ingreso de bancos extranjeros es que, en cierto sentido, pueden importar sanas normas y prácticas porque están supervisados desde el país de origen, pero no encontramos ninguna prueba muy convincente. Debemos subrayar, sin embargo, que este es únicamente el estudio de un país

con una muestra reducida de bancos, y resultaría prematuro hacer generalizaciones antes de realizar un análisis más profundo.

BOLETÍN DEL FMI: La crisis financiera de Tailandia de 1997–98 desdibujó la división, alguna vez clara, entre bancos nacionales y extranjeros: cuatro de los cinco bancos nacionales más pequeños quedaron bajo control de propietarios extranjeros. ¿En cierta medida, ocurrió esto también en Malasia?

GUPTA: Examinamos información muy detallada a nivel de bancos y tomamos en cuenta todo cambio grande en su historia y operaciones, entre ellos, fusiones y adquisiciones, pero no vimos que esto ocurriera en nuestra muestra. Si la pregunta es si los bancos extranjeros adquirieron bancos nacionales y si esto modificó en algo la muestra, la respuesta es no.

DETRAGIACHE: No creo que las autoridades malayas hayan modificado las políticas para permitir el ingreso de más bancos extranjeros, pero en nuestro estudio no procuramos averiguar si la crisis se permitió una entrada mayor.

BOLETÍN DEL FMI: Dos bancos de Singapur, OCBC y United Overseas Bank, surgieron en los cinco años posteriores a la crisis de Malasia, avanzando hasta los primeros lugares. ¿Prevén examinar más las diferencias de desempeño de los bancos varios años después de la crisis?

DETRAGIACHE: No de inmediato, pero las crisis producen cambios importantes de la estructura de mercado en muchas dimensiones, y sería interesante averiguar la medida en que estos cambios se traducen en un mejor desempeño a mediano plazo.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Les interesa a ustedes o a sus colegas ver si estos resultados son válidos en otros países o regiones?

DETRAGIACHE: Dependería de si podemos encontrar episodios adecuados. Originalmente, consideramos una muestra grande para encontrar países en los que pudiéramos obtener datos de bancos extranjeros y terminamos por elegir Malasia. Desde que comenzamos nuestro estudio hubo algunos episodios de dificultades en el mercado financiero; por ejemplo, en Uruguay, donde la crisis ha tenido características diferentes. Este podría ser otro estudio de un caso interesante. ■

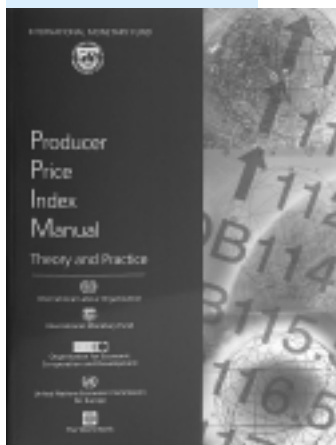
Pueden adquirirse ejemplares de “Foreign Banks in Emerging Market Crises: Evidence from Malaysia” (IMF Working Paper No. 04/129), al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 335. El texto completo, en inglés, puede consultarse en www.imf.org.

Tras la crisis, los bancos extranjeros no redujeron su presencia más rápido que los nacionales.

—Poonam Gupta

Cómo medir mejor la inflación de los precios al productor

Desde mediados de la década de 1990, cuando Alan Greenspan, Presidente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de Estados Unidos, calificó de sesgado el índice de precios al consumidor de ese país, la búsqueda de índices de precios más precisos continúa. Hoy, ese esfuerzo está dando frutos: primero, en julio, con la publicación del *Consumer Price Index Manual* revisado de la Organización Internacional del Trabajo, y, en septiembre, con la publicación del nuevo *Producer Price Index Manual* del FMI. Paul Armknecht, Subjefe de División del Departamento de Estadística del FMI, explica por qué es necesario implementar mejoras estadísticas en los índices de precios y qué pueden esperar los usuarios del nuevo manual sobre índices de precios al productor (IPP).



En cierto modo, la preocupación de Greenspan —que el índice de precios al consumidor estuviera sobreestimando la inflación— era una cuestión bastante técnica. Pero este problema técnico tiene implicaciones enormes para el presupuesto federal. Dado que el Gobierno estadounidense utiliza el índice de precios al consumidor (IPC) para indexar los pagos de programas a gran escala como la seguridad social, la asistencia social y las jubilaciones federales, aun un pequeño aumento del IPC se traduce en montos significativos para el presupuesto nacional.

Por qué el FMI tomó la iniciativa del IPP

A principios de la década de 1990, cuando se disolvió la Unión Soviética y surgieron varios países independientes, las nuevas oficinas de estadística nacionales se encontraron con que no contaban con ningún proveedor de asistencia técnica para las estadísticas de precios. La Organización Internacional del Trabajo, que está a cargo de la supervisión técnica de los métodos y procedimientos del índice de precios al consumidor, no disponía de los recursos presupuestarios para proveer asistencia en lo referente a los precios al productor. La División de Estadística de la ONU, que había elaborado el manual anterior sobre índices de precios al productor en actividades industriales, había abandonado este campo por motivos similares.

Así, fue el FMI —que necesitaba medir la inflación para evaluar el desempeño económico— el que ofreció asistencia técnica a través de su Departamento de Estadística. Durante estos años, el FMI siguió ayudando a los países a desarrollar los medios para medir la inflación de precios al consumidor y al productor.

Animado por el comentario de Greenspan, el Comité de Finanzas del Senado de Estados Unidos convocó una comisión asesora, presidida por Michael Boskin, para estudiar la precisión del IPC. Su informe, publicado en diciembre de 1996, indicaba que el IPC de Estados Unidos sobreestimaba la inflación entre 0,8% y 1,6% por año. Este sesgo al alza se debe principalmente a que la canasta de mercado de productos y negocios se había mantenido fija por largos períodos y a que las mejoras en la calidad de los productos no quedaban debidamente reflejadas.

Este sesgo potencial en el IPC también planteó dudas acerca de la precisión del IPP. El IPC mide los cambios en los precios de los bienes (como la leche y los electrodomésticos) y los servicios (como el alquiler y la reparación de automóviles) que compran los hogares, mientras que el IPP mide la inflación de los bienes (las vigas de acero, cajas de salsa de tomate, etc.) y los servicios (contables y jurídicos) que compran y venden las empresas. Para tener un panorama realista de las presiones inflacionarias de una economía, se necesitan medidas precisas del IPC y del IPP.

Reparar lo que no funciona

Las cuestiones planteadas en un comienzo en Estados Unidos tuvieron ramificaciones para las oficinas de estadística alrededor del mundo, y las organizaciones internacionales interesadas en los indicadores de la inflación formaron el Grupo de Trabajo entre Secretarías sobre Estadísticas de Precios. Su prioridad era preparar nuevos manuales sobre prácticas óptimas para índices de precios. Se le pidió al Departamento de Estadística del FMI, que es el principal proveedor de asistencia técnica en temas de inflación y que encabeza las iniciativas de elaboración de normas internacionales para el IPP (véase el recuadro), que dirigiese la tarea de mejorar las estadísticas de precios al productor.

Bajo su guía, la elaboración del nuevo manual se centró en los avances recientes de la teoría y práctica estadísticas, así como en los cambios clave en la economía y en las deficiencias de las prácticas vigentes. En especial, el Departamento de Estadística del FMI individualizó seis deficiencias:

- **Problemas en las canastas estándar fijas.** Los avances en la teoría de los números índice señalaron las deficiencias en los índices de canasta estándar fija (del tipo de Laspeyres) que suelen usarse para elaborar el IPP. Según el manual, una mejor canasta de mercado es la que incluye en el cálculo períodos corrientes y de comparación (índices simétricos). Tres de estos índices —el índice ideal de Fisher, el índice de Walsh y el índice de Törnqvist— ofrecen enfoques más avanzados.

- **Índices de precios de nivel inferior:** Los últimos estudios sugieren que existe un importante potencial de sesgo alcista en los índices de nivel inferior en los que se combinan por primera vez los precios de productos detallados, tales como las hojas de aluminio en rollo, para obtener un índice. En la actualidad, los índices de nivel inferior se elaboran como medias simples no ponderadas de observaciones de precios. Por lo general, esto otorga más importancia a los productos con más variaciones de precios que a los que sufren cambios de precios menores o en disminución. El manual recomienda utilizar medias geométricas de los cambios de precios para ayudar a resolver este problema y obtener información detallada de ponderaciones de productos para computar medias ponderadas.

- **Diferencias de calidad.** Actualmente, no se realizan ajustes (o, al menos, no los adecuados) por diferencias de calidad entre productos existentes y nuevos. Si no se realizan ajustes por diferencias de calidad, las diferencias de precios ocasionadas por mejoras de calidad se contabilizan como cambios de precios. Los modelos estadísticos más nuevos, como el análisis de regresión “hedónica”, permiten medir el componente de calidad y ajustarse a la contribución de la calidad utilizando métodos estándar de números índice.

- **Productos estacionales.** En la actualidad, las variaciones estacionales de precios distorsionan las variaciones mensuales de precios y dificultan la medición de las tendencias subyacentes. El manual recomienda aplicar métodos estadísticos para reducir los efectos de los cambios estacionales y suavizar las series temporales.

- **Por lo general, los IPP excluyen los servicios.** Si bien los servicios son el sector que crece con mayor rapidez en la mayoría de las economías, suelen ser un sector difícil para medir los cambios de precios, y la mayoría de los países siguen siendo renuentes a incluirlos en el IPP. Para alentar a los países a incluir los servicios, el manual reseña la experiencia de varios países que lo hicieron con éxito.

- **Es necesaria una familia de índices.** Dado que la inflación no afecta a todos los segmentos de la economía por igual o durante el mismo período, un único número índice no satisface las necesidades de la mayoría de los usuarios. El manual recomienda utilizar una familia de índices para medir el IPP por sector, producto, etapa de elaboración, etc. Esto le permite al IPP seguir las variaciones inflacionarias a lo largo de la cadena de distribución de la economía (desde los

productos primarios a los bienes y servicios intermedios y a la demanda final).

Cómo leer el manual

El *Producer Price Index Manual* del FMI, que reúne análisis y prácticas óptimas para la recolección de datos más precisos, está pensado tanto para los expertos como para el público en general. Los capítulos 1 y 2 están orientados hacia el público en general; en el primero se presenta un panorama general y un resumen que pueden servir como una introducción a la teoría y práctica de los números índice y, en el segundo, se ofrecen antecedentes de la historia de los números índice y de los usos del IPP.

Los capítulos 3 al 13 sirven de guía para recopiladores sobre cobertura, construcción, elaboración y publicación del IPP. Los nueve capítulos restantes presentan los conceptos y la teoría del índice para economistas profesionales, estudiantes de economía y recopiladores más avanzados. ■



Productos de acero en un solar de construcción en Corea. EL IPP mide la inflación de los bienes y servicios que compran y venden las empresas.

Pueden adquirirse ejemplares, en inglés, de *Producer Price Index Manual: Theory and Practice* (español, francés y ruso, de próxima publicación) y de *Consumer Price Index Manual: Theory and Practice*, en inglés (español, francés y ruso, de próxima publicación) al precio de US\$125. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 335. El Departamento de Estadística del FMI está preparando actualmente el *Export/Import Price Index Manual*, que se prevé estará disponible a fines del próximo año.

Tasas del FMI

Semana del	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
15 de noviembre	2,17	2,17	3,34
22 de noviembre	2,18	2,18	3,36
29 de noviembre	2,21	2,21	3,40

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 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 el sitio del FMI en Internet (www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2004).

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

Datos: FMI, Departamento Financiero

Fotos: Henrik Gschwindt De Gyor, Eugene Salazar y Michael Spilotro, FMI, págs. 329-31, 336-38, 342 y 344; Tatyana Makeyeva, AFP/Getty Images, págs. 332-33; Yuri Kochetkov, AFP/Getty Images, pág. 333; H. Salgado, Consejo Mundial de Iglesias, págs. 334-35; Jung Yeon-Je, AFP, pág. 339, y Grigory Dukor, Reuters, págs. 340-41.

Cómo Rusia logró escapar de la trampa bancaria

El déficit del presupuesto público estaba dejando al sector real sin financiamiento bancario al crear un clima en el cual los bancos lograban más rentabilidad invirtiendo en el mercado de bonos del Tesoro.

Al menos a primera vista, hay una serie de aspectos de la economía rusa de antes y después de la crisis financiera de 1998 que no tienen sentido. Por ejemplo, una vez estabilizada la economía, se agravó la morosidad en el sector empresarial, y a pesar de que muchos bancos nuevos habían abierto sus puertas luego del colapso de la Unión Soviética, en 1994 se disparó el comercio por trueque. Luego del estallido de la crisis, que derrumbó muchos bancos, la morosidad y el trueque empezaron a declinar por razones misteriosas, aunque habría cabido esperar lo contrario como consecuencia del agotamiento del crédito. Además, contrariamente a la experiencia de la mayoría de los países abatidos por una crisis, casi inmediatamente después la economía rusa comenzó a crecer.

En un reciente documento de trabajo del FMI, Haizhou Huang (del Departamento de Estudios del FMI), y Dalia Marin y Chenggang Xu (investigadores invitados del Departamento de Estudios) analizan exhaustivamente estas anomalías. Sugieren que Rusia cayó en una trampa bancaria antes de la crisis. A raíz de los incentivos distorsivos creados por el gobierno, el sector bancario se había divorciado casi totalmente del sector real. En lugar de hacer préstamos a las empresas financieramente desahuciadas, los nuevos bancos rusos se dedicaron a sacar provecho de los bonos del Tesoro público.

Luego del colapso de la Unión Soviética en 1990, Rusia pasó por una tortuosa transición hacia la economía de mercado. El sector real se contrajo bruscamente: en 1998, el producto llegaba apenas al 50% del nivel de 1989. En este entorno, las empresas acumularon grandes deudas y cayeron en mora. Así, los pagos no monetarios y el trueque, que en 1994 representaban el 8% de las ventas, cuando la inflación aún estaba controlada, superaron el 50% de las ventas en 1998.

Mientras la economía real tambaleaba, el sector financiero estaba en auge: los escasos 100 bancos que operaban en 1988 pasaron a ser más de 2.500 en 1998. Pero a pesar del explosivo aumento de la cantidad de bancos, pertenecientes muchos de ellos a grandes empresas, el sector financiero se abstuvo de conceder préstamos a las empresas del sector real. El crédito al sector privado disminuyó del 12% del PIB en 1994 al 8% en 1997. Mientras tanto, los bancos comerciales invertían en bonos del Tesoro. Hacia fines de 1997, habían invertido casi el 75% de los depósitos en rublos en valores del gobierno federal. Incluso las empresas propietarias de bancos prefirieron financiar sus inversiones por otros medios y llegaron a permitir que sus bancos absorbieran crédito empresarial para también poder invertirlo en bonos públicos.

Dado el mal desempeño económico de Rusia, la crisis de 1998 no sorprendió a nadie. La sorpresa fue la rápida y vigorosa recuperación de la economía. La morosidad total empezó a disminuir casi de inmediato, así como el trueque y los pagos no monetarios, que se redujeron en un 20% en 1999. Más aún, los bancos comenzaron a financiar al sector real casi inmediatamente después de la crisis. Entre 1998 y 1999, los préstamos en rublos a la economía se elevaron de 123.000 millones a 293.000 millones, o sea, más del doble en términos nominales. Al mismo tiempo, hubo un marcado descenso en las tasas de interés sobre préstamos, tanto a nivel real como nominal.

La trampa bancaria

Procurando explicar todo esto, los autores elaboraron un modelo que supone la existencia de una grave asimetría de información en la economía rusa que impidió a los bancos discernir entre el buen y el mal riesgo crediticio. Por ello aplicaron altas tasas de interés a todos los préstamos al sector privado. A su vez, esto indujo aun a las empresas prudentes a volcarse al financiamiento no bancario, tal como el crédito comercial y el trueque, donde la asimetría de la información era menos problemática, pero los costos mucho más elevados. El hecho de que las empresas viables pudieran obtener liquidez a través del financiamiento no bancario encareció más aún el costo de los préstamos bancarios, ya que entonces los bancos consideraron que solo las empresas menos confiables solicitarían préstamos. En este nuevo contexto, el sector bancario optó cada vez más por invertir en valores públicos de alto rendimiento.

El modelo sugiere un nexo, hasta ahora inadvertido, entre el déficit presupuestario del gobierno y la economía no monetaria. A menudo se argumenta que la morosidad y el trueque aumentaron por razones tributarias. Según el argumento tradicional, el financiamiento no bancario permitió que las empresas ocultaran parte de sus utilidades para reducir su renta imponible, dificultando más aún la recaudación de impuestos, y causando así la explosión del déficit presupuestario del gobierno. Los autores señalan otra razón: el déficit del presupuesto público estaba dejando al sector real sin financiamiento bancario al crear un clima en el cual los bancos lograban más rentabilidad invirtiendo en el mercado de bonos del Tesoro, lo que forzaba al sector real a recurrir al financiamiento no bancario. Esta trampa bancaria, que divorció al sector financiero del sector real, entorpeció el desarrollo del sector bancario y el crecimiento económico, a pesar de la aparente exuberancia financiera, especialmente en el mercado de valores públicos.

El modelo también destaca la función del sector financiero luego de la crisis y explica por qué la crisis de

1998 benefició en parte a la economía rusa. Cuando en agosto de 1998 el Gobierno ruso incumplió el pago de sus bonos, el mercado de valores públicos se desplomó. Aunque muchos bancos con cuantiosas tenencias de valores públicos quebraron, la economía dio un vuelco y comenzó a crecer. La ausencia de un mercado para los bonos del gobierno indujo a los bancos supervivientes a canalizar sus activos hacia préstamos en el sector real con tasas de interés más bajas para atraer prestatarios. Las tasas de interés más bajas, a su vez, incitaron a algunas empresas bien calificadas a pedir préstamos a los bancos, dejando de lado el financiamiento no bancario. Esto mejoró la solvencia promedio del conjunto de los prestatarios, lo que provocó una nueva baja en las tasas de interés e indujo a más empresas a retornar del trueque al préstamo bancario. Las regresiones que realizaron los autores indican que la crisis financiera provocó un cambio fundamental en el comportamiento del sector bancario. De este modo, la vigorosa recuperación económica que siguió a la crisis se debió en gran medida a que Rusia escapó de la trampa bancaria.

Un efecto catártico

Según el modelo, una crisis financiera a menudo genera una compresión del crédito y una profunda recesión económica, pero también puede traer beneficios. Si la economía está atrapada en una trampa bancaria,

una crisis puede ayudarla a escapar y así provocar una vigorosa recuperación económica. Esto, a su vez, prepara el terreno para el desarrollo del sector financiero.

Estas conclusiones también sugieren a las autoridades qué hacer luego de iniciada la recuperación económica. Para lograr un crecimiento sostenible, el sistema bancario debe emprender reformas. El quid consiste en reducir la asimetría de la información entre los bancos y sus prestatarios mediante políticas dirigidas a mejorar la gestión empresarial, la contabilidad, la transparencia y el control del riesgo crediticio. Y a medida que crece el volumen de los préstamos bancarios, cobra una importancia creciente la elaboración de mecanismos para exigir el cumplimiento de los contratos. También se le debe otorgar alta prioridad a la política fiscal. El gobierno deberá ajustar su presupuesto y evitar que se vuelva a crear un clima en el que los bonos públicos desplazan a los préstamos bancarios. ■

Pueden adquirirse ejemplares de "Financial Crisis, Economic Recovery, and Banking Development in Russia, Ukraine and Other FSU Countries" (IMF Working Paper No. 04/105), de Haizhou Huang, Dalia Marin y Chenggang Xu, al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 335. El texto completo, en inglés, puede consultarse en www.imf.org.

Esta trampa bancaria, que divorció al sector financiero del sector real, entorpeció el desarrollo del sector bancario y el crecimiento económico, a pesar de la aparente exuberancia financiera, especialmente en el mercado de valores públicos.

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

Comunicados de prensa

- 04/235: Declaración de Rodrigo de Rato, Director Gerente del FMI, al final de su viaje a México, 9 de noviembre
- 04/236: Declaración de la misión del FMI tras la conclusión de las conversaciones sobre la consulta del Artículo IV correspondiente a 2004 con El Salvador, 10 de noviembre
- 04/237: Declaración del Representante Residente del FMI en Chad, 12 de noviembre
- 04/238: El FMI concluye el quinto examen del acuerdo con Sierra Leona en el marco del SCLP y aprueba un desembolso de US\$21,11 millones, 12 de noviembre
- 04/239: Rodrigo de Rato, Director Gerente del FMI, viajará a Rusia, Alemania, Polonia y España, 15 de noviembre
- 04/240: El Directorio Ejecutivo del FMI aprueba US\$4,4 millones en asistencia de emergencia para Granada, 16 de noviembre

Nota de información al público

- 04/121: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2004 con Francia, 3 de noviembre
- 04/122: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2004 con Irlanda, 4 de noviembre
- 04/123: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2004 con Túnez, 8 de noviembre

- 04/124: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2004 con Australia, 8 de noviembre
- 04/125: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2004 con Papua Nueva Guinea, 10 de noviembre
- 04/126: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2004 con la República de Estonia, 11 de noviembre
- 04/127: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2004 con Benin, 12 de noviembre
- 04/128: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2004 con Santa Lucía, 15 de noviembre
- 04/129: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2004 con Rwanda, 16 de noviembre

Discursos

- "Agricultural Trade Reform: The Role of Economic Analysis", Anne O. Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI, Department of Foreign Affairs–Australian Bureau of Agricultural Research Conference, Canberra, Australia, 4 de noviembre
- "Spreading Prosperity and Resisting Economic Divergence: The Significance of Richard Snape's Academic Legacy", Anne O. Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI, Richard Snape Memorial Lecture, Melbourne, 8 de noviembre

SCLP = Servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza

Conferencia Mundell-Fleming

Frankel: ¿Por qué son tan costosas las crisis monetarias?

De haber una crisis monetaria en un país en desarrollo, un dirigente político tiene el doble de probabilidades de perder su cargo seis meses más tarde, se produzca o no una devaluación en el contexto de un programa del FMI. ¿Cómo se explica que un líder fuerte como Suharto en Indonesia pudiera superar fácilmente 32 años de problemas políticos, militares, étnicos y ambientales para sucumbir ante una crisis monetaria? Jeffrey Frankel trató de responder a este interrogante en el curso de la conferencia Mundell-Fleming —parte del quinto congreso anual Jacques Pollak del FMI sobre investigación económica— en un foro económico del 5 de noviembre. Analizó también si la devaluación de la moneda significa, necesariamente, pérdida de producto y cómo pueden las autoridades minimizar la vulnerabilidad a la devaluación y la consiguiente contracción de la economía.

La razón más obvia de los altos costos políticos de una devaluación es que viene acompañada por una penosa recesión, pero ¿por qué? Después de todo, se supone que acrecienta la competitividad, la producción y exportación de bienes transables, reduce las importaciones y, por ende, mejora el saldo comercial, el PIB y el empleo.

Según Frankel, tal vez sea porque incluso sin un efecto negativo en el PIB global, los efectos de redistribución podrían tener un costo político para los dirigentes. Por ejemplo, en un país africano, una devaluación puede beneficiar a los pequeños agricultores de café y cacao porque el precio en divisas de estos productos lo determinan los mercados mundiales, pero los agricultores suelen tener menos poder político que los residentes urbanos, que al consumir bienes importados pueden verse perjudicados por la devaluación. El problema con esta teoría, dice, es que hay muchos ejemplos que indican lo contrario, es decir, que los productores de bienes transables (agrícolas, minerales o manufacturados) suelen tener *más* poder político que los productores de bienes no comerciados.

Es posible argumentar que las verdaderas causas de esta disminución de la actividad económica son, simultáneamente, la austeridad monetaria y fiscal (o las quiebras bancarias o la brusca interrupción del financiamiento externo) pero, en opinión de Frankel, se olvida un punto clave. Según las teorías tradicionales, cuando cesan de repente las afluencias de capital a un país, hay una combinación óptima de políticas de reducción (contracción monetaria o fiscal) o de reorientación del gasto (devaluación) que deberían equilibrar las cuentas externas sin causar una recesión.

Pero la realidad es distinta. Por ejemplo, en la crisis de Asia oriental de 1997–98, en todos los países hubo una pérdida pronunciada del producto, cualquiera fuera la combinación de devaluación y reducción del gasto, y la generalización más sencilla es que casi todos los países en desarrollo golpeados por una crisis financiera caen en recesión. La reducción del ingreso es la única forma de generar la mejora de la balanza comercial, necesaria para contrarrestar la mayor renuencia de los inversionistas internacionales a conceder préstamos.

Hoy, parece haber datos firmes de que una devaluación produce contracción, al menos el primer año y tal vez también el segundo. Hasta los desplomes monetarios de los años noventa, se había sostenido que el efecto negativo de una devaluación se neutralizaba con relativa rapidez gracias al estímulo a las exportaciones netas, de modo que al segundo año, cuando estas habían ganado fuerza, el efecto global en el producto pasaba a ser positivo. Pero, en la actualidad, los efectos negativos parecen ser más fuertes de lo que se pensaba, y los positivos, más débiles, con la deprimente conclusión de que la recesión es inevitable. Todos los instrumentos de política que buscan mejorar el saldo externo lo logran reduciendo el ingreso a corto plazo, o sea, devaluación, contracción fiscal y contracción monetaria. Incluso la reforma de la política estructural, como insistir en que los bancos no viables tienen que cerrar, puede tener un efecto negativo en la actividad económica a corto plazo.

¿Por qué una devaluación suele producir contracción?

De los muchos efectos contractivos posibles de una devaluación, ¿cuáles provocaron las crisis monetarias recesivas de los años noventa? Se cree que varios de los efectos más contractivos de una devaluación se manifiestan en un incremento correspondiente del precio interno de las importaciones, o de algún conjunto más grande de bienes. En verdad, la rápida transmisión de las variaciones cambiarias a los precios de los bienes transables es el supuesto básico del “modelo de la pequeña economía abierta”, muy aplicable a los países de mercados emergentes. Luego vendría la contracción, en una de varias formas: los precios más altos de los bienes comerciados, por ejemplo, reducirían los saldos de dinero real o los salarios reales de los trabajadores, o incrementarían los costos para los productores de los bienes no comerciados. Estos mecanismos no se vieron mucho en las crisis de los años noventa; de hecho el coeficiente de transmisión bajó mucho y la desaceleración fue el doble entre los países en desarrollo.

Casi todos los países en desarrollo golpeados por una crisis financiera caen en recesión. La reducción del ingreso es la única forma de generar la mejora de la balanza comercial, necesaria para contrarrestar la mayor renuencia de los inversionistas internacionales a conceder préstamos.

—Jeffrey Frankel

Entonces, ¿a qué se deben las recesiones que siguieron a las devaluaciones de estos años? Según Frankel, los investigadores han hecho bien en prestar mucha atención al efecto balance general, un problema de “desajuste” entre la moneda en la que está denominada la deuda de un país y la de los ingresos que generan sus empresas. Los bancos y las empresas nacionales tenían grandes deudas denominadas en moneda extranjera, sobre todo en dólares, que quizás hubiesen podido pagar al tipo de cambio anterior, pero no

después de un alza pronunciada. Los resultados fueron despidos y quiebras.

Cómo mitigar la contracción

¿Cómo podrían los deudores atenuar las contracciones monetarias? No basta decirles que eviten las deudas en dólares o que tomen medidas de protección, porque a los inversionistas internacionales no les interesa mucho prestarles a estos países en sus propias monedas, comprensiblemente. La solución a corto

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

País miembro	Fecha del acuerdo	Fecha de vencimiento	Monto aprobado	Saldo no utilizado
(Millones de DEG)				
Acuerdos de derecho de giro				
Argentina	20 septiembre 2003	19 septiembre 2006	8.981,00	4.810,00
Bolivia	2 abril 2003	31 diciembre 2004	128,64	26,80
Brasil	6 septiembre 2002	31 marzo 2005	27.375,12	10.175,48
Bulgaria	6 agosto 2004	15 septiembre 2006	100,00	100,00
Colombia	15 enero 2003	14 enero 2005	1.548,00	1.548,00
Croacia	4 agosto 2004	3 abril 2006	97,00	97,00
Gabón	28 mayo 2004	30 junio 2005	69,44	41,66
Paraguay	15 diciembre 2003	31 marzo 2005	50,00	50,00
Perú	9 junio 2004	16 agosto 2006	287,28	287,28
República Dominicana	29 agosto 2003	28 agosto 2005	437,80	306,46
Rumania	7 julio 2004	6 julio 2006	250,00	250,00
Turquía	4 febrero 2002	3 febrero 2005	12.821,20	907,20
Ucrania	29 marzo 2004	28 marzo 2005	411,60	411,60
Uruguay	1 abril 2002	31 marzo 2005	1.988,50	279,60
Total			54.545,58	19.291,09
Acuerdos en el marco del SAF				
Serbia/Montenegro	14 mayo 2002	13 mayo 2005	650,00	250,00
Sri Lanka	18 abril 2003	17 abril 2006	144,40	123,73
Total			794,40	373,73
Acuerdos en el marco del SCLP				
Albania	21 junio 2002	20 junio 2005	28,00	8,00
Armenia	23 mayo 2001	31 diciembre 2004	69,00	9,00
Azerbaiyán	6 julio 2001	31 marzo 2005	80,45	38,61
Bangladesh	20 junio 2003	19 junio 2006	400,33	251,83
Burkina Faso	11 junio 2003	10 junio 2006	24,08	17,20
Burundi	23 enero 2004	22 enero 2007	69,30	42,90
Cabo Verde	10 abril 2002	9 abril 2005	8,64	2,49
Camerún	21 diciembre 2000	20 diciembre 2004	111,42	31,83
Congo, República Democrática del	12 junio 2002	11 junio 2005	580,00	53,23
Côte d'Ivoire	29 marzo 2002	28 marzo 2005	292,68	234,14
Dominica	29 diciembre 2003	28 diciembre 2006	7,69	4,71
Gambia	18 julio 2002	17 julio 2005	20,22	17,33
Georgia	4 junio 2004	3 junio 2007	98,00	84,00
Ghana	9 mayo 2003	8 mayo 2006	184,50	105,45
Guyana	20 septiembre 2002	19 marzo 2006	54,55	37,06
Honduras	27 febrero 2004	26 febrero 2007	71,20	50,86
Kenya	21 noviembre 2003	20 noviembre 2006	175,00	150,00
Madagascar	1 marzo 2001	1 marzo 2005	91,65	22,70
Malawi	21 diciembre 2000	20 diciembre 2004	45,11	32,23
Mali	23 junio 2004	22 junio 2007	9,33	8,00
Mauritania	18 julio 2003	17 julio 2006	6,44	5,52
Mongolia	28 septiembre 2001	31 julio 2005	28,49	16,28
Mozambique	6 julio 2004	5 julio 2007	11,36	9,74
Nepal	19 noviembre 2003	18 noviembre 2006	49,91	42,78
Nicaragua	13 diciembre 2002	12 diciembre 2005	97,50	41,78
Pakistán	6 diciembre 2001	5 diciembre 2004	1.033,70	172,28
República Democrática Popular Lao	25 abril 2001	24 abril 2005	31,70	13,58
República Kirguisa	6 diciembre 2001	5 diciembre 2004	73,40	9,56
Rwanda	12 agosto 2002	11 agosto 2005	4,00	1,71
Senegal	28 abril 2003	27 abril 2006	24,27	17,33
Sierra Leona	26 septiembre 2001	25 marzo 2005	130,84	28,00
Sri Lanka	18 abril 2003	17 abril 2006	269,00	230,61
Tanzania	16 agosto 2003	15 agosto 2006	19,60	11,20
Tayikistán	11 diciembre 2002	10 diciembre 2005	65,00	29,40
Uganda	13 septiembre 2002	12 septiembre 2005	13,50	6,00
Zambia	16 junio 2004	15 junio 2007	220,10	137,56
Total			4.499,95	1.974,91

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 Financiero.

Los países miembros que giran recursos del FMI “compran” monedas de otros países, o DEG, a cambio de un monto equivalente de su moneda nacional.



Laura Wallace
Directora

Sheila Meehan
Redactora principal

Camilla Andersen
Christine Ebrahim-zadeh
Jacqueline Irving
Redactoras

Nicole Braynen-Kimani
Maureen Burke

Lijun Li
Ayudantes de redacción
Julio Prego
Diseñador gráfico

Con la colaboración de
Graham Hacche
Prakash Loungani

Edición en español

División de Español
Departamento de Tecnología
y Servicios Generales

Marcelo Mareque

Carlos Viel

Traducción

Gladys Murillo

Corrección de pruebas

Miriam Camino-Wolosky

Composición gráfica

El *Boletín* (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 22 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, salvo las fotografías e ilustraciones que no pueden reproducirse en forma alguna. La correspondencia debe 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 X2004, IMF, Washington, D.C. 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430. Fax: (202) 623-7201. Correo electrónico: publications@imf.org.

6 de diciembre de 2004

344

plazo es que los países no demoren en hacer ajustes. Cuando los inversionistas extranjeros pierden su entusiasmo por financiar el déficit en cuenta corriente de un país, las autoridades deben optar entre ajustar o esperar, y por lo general esperan. Por eso, aun los países que antes habían logrado mantener relativamente reducida la deuda en dólares tienden a modificar su composición hacia esa moneda más o menos durante el año anterior al desplome de la moneda.

México es un ejemplo destacado del año 1994. El entusiasmo internacional por las inversiones en México comenzó a disminuir después de principios de año, pero las autoridades se aferraron a la meta cambiaria y demoraron el ajuste con la esperanza de que las condiciones se modificaran. Durante buena parte del año utilizaron las reservas. Un segundo mecanismo importante de demora procuraba aplacar a los nerviosos inversionistas ofreciéndoles Tesobonos (bonos a corto plazo vinculados al dólar) en lugar de los bonos en pesos (Cetes) que tenían antes. Parece probable que la magnitud de la recesión mexicana de 1995 haya surgido no solo de los efectos negativos en el balance que se mencionaron con tanta frecuencia, sino del *cambio* adverso que se produjo durante 1994. El tercer mecanismo fue pasar a vencimientos más cortos y, el cuarto, el compromiso explícito de defender la paridad.

Esas tácticas forman parte de una estrategia que a veces se denomina "apostar por la resurrección", y lo que tienen en común, además de lograr el aplazamiento deseado, es que contribuyen a exacerbar la eventual crisis. Es más difícil recuperar la confianza después de una devaluación si las reservas están casi en cero y los ministros han perdido su credibilidad personal. Por otra parte, si la composición de la deuda ha virado al corto plazo y al dólar, es probable que la recuperación del saldo externo cause estragos en los balances privados, cualquiera sea la combinación de aumento de las tasas de interés y depreciación de la moneda. Para Frankel, la lección es que no se deben postergar los ajustes, algo que, admite, es más fácil de decir que de hacer.

La apertura del comercio ayuda

Una cuestión final son las ventajas de volcarse a la integración comercial. En términos generales, hay dos puntos de vista contrarios. Por un lado, una economía muy integrada está más expuesta a las conmociones externas; por el otro, los países abiertos al comercio



Frankel: Para atenuar los efectos contractivos de las crisis cambiarias, los países deberían realizar ajustes inmediatos en lugar de postergarlos.

internacional son *menos* vulnerables, porque cuando la relación entre el comercio y el PIB es alta, es más fácil ajustar ante un recorte del financiamiento internacional.

Frankel apoya lo segundo. Señala que desde la crisis de los mercados emergentes de 1994-98, los economistas han hecho creciente hincapié en el efecto contractivo en el balance: si las deudas del país están denominadas en moneda extranjera, los balances de los bancos y empresas endeudadas reciben un golpe proporcional a la devaluación. Si la economía tiene al principio una relación alta entre el comercio y el PIB, la devaluación no tiene que ser grande y, por lo tanto, el efecto nega-

tivo en el balance puede ser pequeño. Pero si para empezar la economía no está muy abierta al comercio, la devaluación necesaria, y el consiguiente efecto en el balance, así como la recesión, serán grandes. Para Frankel, el proteccionismo comercial no "blinda" a los países contra la volatilidad de los mercados mundiales como sus partidarios podrían esperar. Por el contrario, una menor apertura del comercio se traduce en una mayor vulnerabilidad a las súbitas interrupciones del financiamiento y a las crisis monetarias. La apertura es la única variable que casi siempre es estadísticamente significativa.

Enseñanzas extraídas

Muchas de las crisis monetarias de los últimos 10 años se han asociado con la pérdida de producto que surge de los efectos contractivos de una devaluación, siendo el más problemático el efecto balance. ¿Cómo pueden los países reducir a un mínimo la vulnerabilidad a las interrupciones bruscas, a las devaluaciones y a las contracciones de la economía?

A corto plazo, deben afianzar los balances evitando que, para aplazar los ajustes, la deuda pase a ser en dólares y a corto plazo. Una vez que se interrumpan las entradas de capital, es mejor hacer los ajustes enseguida en lugar de aplazarlos. A plazo más largo, la mayor apertura al comercio reduce la vulnerabilidad, tanto a las interrupciones bruscas como a las crisis monetarias, y puede ser la mejor opción desde el punto de vista político y económico. ■

El texto completo, en inglés, de la conferencia de Jeffrey Frankel puede consultarse en el sitio del FMI en Internet <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2004/00-00/arc.htm>.