

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

BOLETÍN

VOLUMEN XLVII, NÚMERO 2

ABRIL-JUNIO DE 2001

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*) y **Miembros Colaboradores** (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2001-2003

Presidente: Banco de México

Miembros: Banco Central de la República Argentina; Banco Central de Brasil; Banco de la República (Colombia); Banco Central de la República Dominicana; Banco Central de Trinidad y Tabago; Banco Central de Venezuela.

AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

PERSONAL DIRECTIVO

Director general
Kenneth Coates

Subdirector general
Carlos-Alberto R. Queiroz

Directora de Capacitación
Jimena Carretero Gordon

Directora de Estudios
Flavia Rodríguez Torres

Director de Relaciones internacionales
Juan-Manuel Rodríguez Sierra

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango nº 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. ISSN 0186 7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

- 53 El papel de la convergencia macroeconómica en el proceso de integración regional
Roberto A. Reyna
- 57 La importancia de la convergencia macroeconómica para la integración regional
César Rodríguez Batlle
- 61 Notas sobre un posible "acuerdo en oro" para América Latina
Germán Utreras
- 65 El impacto de la actividad de los bancos centrales en el mercado del oro
Giacomo Panizzutti
- 69 Los retos del Banco Interamericano de Desarrollo para satisfacer las necesidades de desarrollo de América Latina y el Caribe
Enrique V. Iglesias
- 83 Sistema financiero latinoamericano: reformas de segunda generación
Norberto Zúñiga
Eduardo Lizano
- 91 Formas en que la crisis asiática afectó a la economía mundial: una perspectiva de equilibrio general
Xinshen Diao
Wenli Li
Erinc Yeldan
- 105 Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2001
Nombramiento de Carlos Alberto Reis Queiroz como Subdirector General del CEMLA
- 107 Premio de Banca Central "Rodrigo Gómez": convocatoria para 2002

Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.

VOLUMEN XLVII

NÚMERO 2

ABRIL-JUNIO DE 2001

El papel de la convergencia macroeconómica en el proceso de integración regional*

Roberto A. Reyna

Buenos días. Muchas gracias por la presentación.

Es un gran honor para mí y me siento muy halagado de representar al presidente del Banco Central de la República Argentina, Don Roque Maccarone, en esta reunión de gobernadores de bancos centrales para disertar, frente a tan distinguida audiencia, sobre un tema de tanta trascendencia para el futuro económico, e incluso político-institucional de nuestros países, como es la convergencia macroeconómica en los procesos de integración regional.

Todos sabemos los propósitos y objetivos que conllevan estos procesos. La necesidad estratégica de las naciones de actuar contra la profundización de divergencias producidas por la globalización, las impulsa en la búsqueda de canales de inserción de sus economías nacionales en las economías regionales y mundial.

Si bien no constituyen un fin en sí mismo, son una herramienta apta para aumentar, como fin último y superior, el bienestar general de la población, disminuyendo la brecha de estándares de vida y el comportamiento de las variables macroeconómicas que definen dichos estándares, aspecto sobre el que intentaré profundizar más adelante.

El tipo de integración que nos es más familiar a los latinoamericanos, el del "regionalismo abierto", promueve la creación de mercados ampliados, estrategias conjuntas de desarrollo y una mejor representación de los intereses de los asociados frente a los centros internacionales de poder económico, fortaleciendo su capacidad de negociación. Y

sus objetivos principales son el aumento de la competitividad y la marcha hacia una economía internacional más abierta y transparente, a partir de la liberalización comercial.

Suelen impulsar estos procesos aquellos países con ineficiencias relativas respecto del mundo que, a través del comercio intrarregional casi restricto, evitan perjudicar a una parte importante de la producción nacional y del empleo, limitando los efectos negativos de una apertura indiscriminada de la economía.

Estas ineficiencias relativas, que reconocen su origen en las debilidades fiscales e inestabilidades monetarias, son las que intenta solucionar –en el marco de la integración regional– el mecanismo de "convergencia macroeconómica" o "coordinación de políticas macroeconómicas" que aquí se debatirá.

Como alternativa superadora, la Unión Económica, que incluye además la libre movilidad de bienes y factores y un arancel externo común, es la consolidación definitiva de los procesos de integración regional, al intentar evitar unilateralidades y sorpresas por parte de los países miembros.

La convergencia macroeconómica, fundamentalmente entre economías capital-dependientes, brinda una respuesta regional a los vaivenes de la economía internacional y surge como una natural consecuencia del proceso de interdependencia de la integración comercial plena.

Constituye el paso previo a la conformación de la unión monetaria, con moneda única y un banco central supranacional con capacidad de emitir moneda y dictar la política monetaria y cambiaria, aunque hablar de esta figura hoy como una hipótesis para los distintos proyectos de integración subregional que nuestros países desarrollan en la actualidad (Comunidad Andina, Mercado Común Centroamericano, NAFTA, MERCOSUR y el embrionario

* Ponencia presentada por R. A. Reyna, director, del Banco Central de la República Argentina, en representación de Roque Maccarone, presidente del mismo banco, en la LXXII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España, celebrada en Río de Janeiro, Brasil, el 24 de mayo de 2001.

aún –pero continentalmente ambicioso– ALCA), luce aún prematuro y lo soslayaré en esta exposición, aunque propugno fervientemente que se profundice su debate, tanto en los medios académicos que se sientan identificados con la trascendencia práctica del tema, como en los ámbitos decisorios del proceso de integración.

A Europa no sólo le llevó más de 40 años pasar de la Comunidad Económica Europea que integró el sector real, al Tratado de Maastricht (CEE) de 1991 que empezó a delinear el terreno para la Unión Monetaria Europea de enero de 1999, sino que dedicó medio siglo en construir las instituciones transnacionales para el gobierno colectivo de la moneda común, así como con la legitimidad suficiente para administrar la política monetaria común.

Ya de por sí, el proceso de coordinación de políticas macroeconómicas es sumamente complejo, básicamente porque implica considerar una gran cantidad de variables, parámetros estructurales y de política, que pivotan sobre los regímenes cambiarios y estructuras macroeconómicas y del comercio internacional de los socios. Y como antes mencioné, éstos suelen exhibir fuertes restricciones en su accionar de corto plazo, impuestas por las variables macro fundamentales: fiscales, externas y cambiarias.

Con esas limitaciones como dato, luce conveniente que el proceso de convergencia intente un avance gradual en la adaptación de los instrumentos a considerar y en la puesta en práctica de las instituciones de armonización de políticas macroeconómicas.

A partir de allí, podría establecerse una concertación gradual en el valor de las variables clave, comenzando con objetivos domésticos en cada país para la inflación, el déficit fiscal y la deuda pública, todos ellos compatibles con diferentes metas finales, donde la más ambiciosa, obviamente, es la de concluir con una unión monetaria.

Pero antes de seguir, permítanme hacer hincapié en lo que yo llamo los “requerimientos básicos para una convergencia ordenada”, sin los que no tendría sentido avanzar en el proceso.

- En primer lugar, es fundamental el fortalecimiento de los vínculos comerciales inter-bloque que lo justifiquen, cierta estabilidad interna de los países miembro –“un mínimo orden macroeconómico”–, la profundización de las reformas estructurales en materia social y económica, algún grado de consenso respecto del modelo económico a aplicar y un estricto respeto de los acuerdos existentes, fundamentalmente en materia comercial;

- Requiere además del establecimiento de “mecanismos de persuasión”, un esquema de premios y castigos, que induzca a los miembros a cumplir con las pautas establecidas, inhibiendo la posibilidad de comportamientos oportunistas, fundamentalmente en virtud de las relaciones de fuerza derivadas del tamaño relativo de cada socio. Es decir, normas comunitarias que cuenten con instituciones nacionales y regionales con capacidad de hacerlas cumplir;

- Y por último, y sobretodo, exige un liderazgo y compromiso político firme y sostenido, principalmente por parte de los países de mayor significación económica del proceso.

En un intento de aproximar ideas respecto de los frentes a considerar en un proceso de armonización de políticas macroeconómicas, y aprovechando la rica y reciente experiencia europea en este sentido, plantearé someramente un temario básico de variables clave, aunque no excluyente de otras que se considere de interés.

- En el frente fiscal, habría que contemplar parámetros de déficit y deuda pública, que contrarresten historias inflacionarias y ausencias de austeridad en el manejo de las cuentas públicas, demuestren un límite tolerable por parte de los acreedores en general respecto del margen de crédito al sector público y midan su credibilidad respecto del pago de su deuda.

Adicionalmente, podría evaluarse también la capacidad y necesidad de financiamiento de los gobiernos en el mercado interno, con el propósito de anticipar eventuales problemas financieros del sector público y prevenir, frente a crisis internacionales y consecuente cierre de los mercados de capital, un desplazamiento del sector privado del mercado de crédito.

- En el frente externo, el déficit de cuenta corriente versus PBI y el nivel de inversión directa y la deuda externa versus las exportaciones, que evalúen la vulnerabilidad externa de los países miembro en el caso de desequilibrios estructurales o casi permanentes, permitan apreciar la “calidad” de su financiamiento y estimar la capacidad de repago de la deuda externa pública y privada.

- En materia de inflación, parámetros que acoten los márgenes de variación de precios, a fin de evitar una alteración que resulte permanente de los niveles de competitividad entre los socios del bloque.

- Respecto del sector bancario, podrían estandarizarse las normas prudenciales de los sistemas financieros (capitales mínimos, liquidez y provisiónamiento), sistemas de supervisión y regímenes contables, aprovechando la progresiva adhesión de los distintos países a las recomendaciones del Comité de Normas Bancarias del Banco de Ajustes Internacionales, con sede en Basilea, que favorece el proceso de convergencia en esta materia.
- Por último, en el frente cambiario, se hace necesario la adopción de un sistema de armonización que minimice las influencias negativas de la fluctuación de los precios relativos sobre los flujos de inversión y el comercio de los socios, complementándolo –en la medida de las posibilidades fiscales y financieras– con un fondo de estabilización regional para la defensa de eventuales ataques especulativos contra la moneda de alguno de ellos.

La coexistencia de diferentes regímenes cambiarios entre los socios, si bien luce contradictorio en el largo plazo con el objetivo de coordinar y poner en vigencia disciplinas comunes en las principales variables económicas, no debiera ser visto como una limitación insalvable en el proceso de delineamiento de una estrategia conjunta de coordinación macro.

Así fue durante los decenios de los sesenta y setenta, cuando a pesar que Alemania mantenía un sistema de libre cambio, Francia e Inglaterra sostenían controles y restricciones cambiarias, no obstante lo cual desde aquél entonces se comenzó a programar la actual convergencia.

Admítanme por un momento que refiera esta particularidad a lo que sucede hoy en el MERCOSUR, cuyos países integrantes así lo entendieron factible, cuando en la reunión de los ministros de Economía y presidentes de bancos centrales de abril del 2000, no consideraron esa circunstancia como incompatible con el desarrollo del proyecto de coordinación macroeconómica, siempre que existan políticas fiscales que aseguren la solvencia y políticas monetarias que garanticen la estabilidad de precios.

Se adoptó entonces, en contraposición con un esquema de compensaciones arancelarias que actúe ex post sobre los desajustes de precios relativos, un esquema de alineación gradual y progresiva de variables fundamentales –*ex ante*–, evitando que aquellas que contribuyen a determinar el valor de equilibrio de los precios relativos multilaterales tomen valores muy alejados del sendero de equilibrio.

Cabe reconocer que este proceso de convergencia macroeconómica en el MERCOSUR, ya considerado fundamental por el Tratado de Asunción que le dio origen en marzo de 1991, no lució muy activo durante la década anterior, ya sea por la divergente evolución económica de sus socios mayoritarios durante su primera mitad o por la sucesión de crisis financieras internacionales y su impacto sobre las economías emergentes en general durante la segunda.

Pero, estas mismas circunstancias terminaron de confirmar que la búsqueda de la estabilidad macroeconómica resulta una condición necesaria para avanzar en el desarrollo económico e institucional del MERCOSUR, ocupando actualmente, un lugar prioritario en la agenda regional.

Así, a partir de mediados de 1999 se comenzó con el monitoreo del comportamiento económico de los socios y su impacto sobre los flujos comerciales, el compromiso de los Estados Parte con la solvencia fiscal y la estabilidad monetaria como requisitos necesarios para el desarrollo económico y social sostenido con mayor equidad y la compatibilización de diferencias metodológicas informativas.

Para terminar acordando, en diciembre último, metas comunes de resultado fiscal, deuda pública y precios a partir de marzo de 2001, mecanismos de convergencia y procedimientos para la corrección de desvíos, promoviendo a través de esta coordinación económica la reducción de los desequilibrios observados en el pasado, aún admitiendo la existencia de regímenes cambiarios diferentes.

Y es muy bueno que este proceso se dinamice. Estoy convencido, y sé que muchos de los colegas aquí presentes coincidirán conmigo, que éste es el camino adecuado para consolidar y, en un futuro cercano, ampliar la integración regional latinoamericana.

Con ese propósito, aprovecho este auditorio para proponer que, entre las alternativas de redefinición de las misiones, funciones y actividades a desarrollar por este Centro de Estudios Monetarios, se atienda en forma especial, incluso como un foro coordinador de discusiones y debates y difusor de las conclusiones relevantes, los aspectos técnicos que apunten a la estabilidad monetaria y financiera y a la coordinación regional de políticas con ese propósito.

Estoy seguro que el CEMLA podría convertirse en un concentrador privilegiado de ideas, propuestas e información relevante, a difundir por medio de cursos, conferencias y seminarios sobre un tema tan estratégico para el desarrollo regional como es la convergencia macroeconómica, fundamentalmente desde la óptica de la banca central, cuyas indiscutibles ventajas tenderán a incremen-

tarse cuanto más se avanza en el mecanismo de coordinación adoptado. Sólo mencionar algunas de ellas nos dará una idea de la trascendencia del tema:

- En primer lugar un proceso de convergencia macroeconómica de alguna forma disciplina, ordena y fiscaliza la conducta económica de los gobiernos. Limita las discrecionalidades fiscales individuales, opera como guía de los hacedores de política y reduce su permeabilidad frente a presiones sectoriales.
- También estabiliza sus economías al reducir sus incertidumbres, moderando o amortiguando los efectos que sobre ellas produzcan eventuales perturbaciones internas y externas, fundamentalmente cuando la potencialidad de contagio regional es muy elevada por el grado de interdependencia estructural.
- Asimismo, las hace más previsibles, permitiéndole a los socios la proyección de la oferta y demanda agregada de la región, al conocer las políticas fiscales, comerciales, financieras y los agregados económicos en general de los otros países miembro. También les aporta una mayor productividad, al aprovechar las economías de escala de una eventual acción conjunta.
- Por último, aunque hay más ventajas para destacar, resalto la credibilidad que un proceso de estas características le brinda a aquellos países que lo transiten, fundamentalmente a los de baja reputación respecto del cumplimiento de convenios asumidos, al comprometerlos en objetivos de política económica en un acuerdo internacional.

Me gustaría contarles ahora, y con esto termino, mi visión sobre los desafíos que, en mi criterio, tiene aún por delante el incipiente proceso de convergencia macroeconómica del MERCOSUR, antes señalado.

Muy rápidamente, las cuestiones con entidad como para dificultar una mayor coordinación macro se pueden identificar como:

- la asimetría de la envergadura económica entre los países miembro, que podrían generar diferentes reacciones frente a la posibilidad de adoptar mayores compromisos;

- el bajo grado de apertura externa que aún mantienen;

- y la carga de incertidumbre sobre el grado de cumplimiento de compromisos regionales, que la histórica inestabilidad de los países socios todavía conlleva.

Pero esto no obsta que mantengan plena vigencia las razones que justifican la conveniencia de continuar en este camino, a saber:

- la existencia de fuertes derrames macroeconómicos inducidos por el proceso de integración, que exceden el marco de lo estrictamente comercial;

- las características propias de un mercado común que, a pesar del acotado nivel de interdependencia económica entre sus socios, fundamentalmente al comienzo, asumió compromisos en materia de liberalización comercial;

- y las favorables perspectivas de largo plazo del MERCOSUR y la estabilidad regional, que ofrecen la oportunidad de aprovechar las complementariedades entre las economías dentro de un marco coordinado y consistente para las decisiones de localización de inversiones.

Un mensaje final, que sólo intenta sintetizar la definición del título con que se ha denominado a esta reunión, y que no tengo dudas, refleja el pensamiento de las máximas autoridades políticas de los países que integramos este mercado, y puede hacerse extensivo a los demás proyectos en desarrollo:

Es preferible siempre una mayor integración, aun con los costos que ello implique, que la alternativa de la desintegración regional. Y en ese sentido, la forma de asegurar la funcionalidad, sustentabilidad y desarrollo del MERCOSUR es promover una mayor coordinación de las políticas macroeconómicas de sus integrantes.

Sólo me resta felicitar a los organizadores de esta Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales por haber seleccionado un tema de discusión de tanta relevancia e interés, cuyo debate seguramente constituirá una experiencia sumamente enriquecedora. Muchas gracias por su atención.

La importancia de la convergencia macro-económica para la integración regional*

César Rodríguez Batlle

I. Introducción

No resulta fácil ser original en un tema que, si bien se presenta relativamente nuevo para lo que es la historia del pensamiento económico, ha sido ya intensamente discutido y analizado durante las dos últimas décadas. En particular, los desarrollos teóricos que tuvieron lugar a raíz de la creación del sistema monetario europeo como un mecanismo explícito de convergencia nominal y real sentaron las bases del conocimiento que hoy en día tenemos sobre el tema. Toda esa literatura que se desarrolló principalmente en los ochenta coincidió con la explosión de la nueva economía política, donde el análisis del comportamiento estratégico de los distintos *policymakers* permitió darle una nueva proyección a la discusión sobre los incentivos y las virtudes de la convergencia y la coordinación de políticas.

Como no pretendo innovar en la teoría pura de la convergencia macroeconómica en esta breve intervención, aprovecharé para concentrarme en algunos aspectos prácticos que se relacionan con nuestra experiencia reciente. En particular, trataré de transmitir lo que creemos haber aprendido acerca del rol de la convergencia en la estabilidad regional. A esta altura, parece evidente la importancia de generar un clima de convergencia macroeconómica que elimine las presiones sobre los tipos de cambio que no deriven de elementos externos a las economías de la región, enfatizando la importancia de una convergencia que podemos llamar convergencia *real*. Asumimos que es cierto que la convergencia de políticas fiscales reduce la volatilidad macro y que, en la medida en que se

encuentre fundada sobre bases sólidas, ésta fomenta el comercio y el desarrollo. También reconocemos como cierto que la mayor previsibilidad lleva a una profundización de los mercados financieros, fundamentalmente a raíz de la reducción del costo de transacciones. En consecuencia, nos resulta indiscutible que la convergencia macroeconómica real es una condición necesaria para un mayor estrechamiento de las relaciones comerciales y financieras. Mirando el Mercosur en una perspectiva histórica, no queda duda que este objetivo ha estado presente desde un primer momento, tanto en las negociaciones de naturaleza comercial como en el resto de las negociaciones que apuntan a las otras formas de integración.

Con este espíritu, me referiré principalmente al *tipo* de convergencia que debería buscarse a la luz de nuestra experiencia reciente. Puesto de otro modo, me interesa discutir la convergencia como un menú de instrumentos. Permítanme ser un poco más explícito: ¿debemos pensar en una coordinación *à la Maastricht*, con base fiscal, pero sin objetivos cambiarios explícitos, tal como es la opción del Mercosur? ¿O por el contrario es deseable complementar lo fiscal con una cierta coordinación más explícita de naturaleza monetario-cambiaría? Esta pregunta no carece de bases reales. Por el contrario, ya a mediados de la década pasada, el Mercosur intentaba explorar mecanismos de coordinación cambiaria entre los Estados Parte, de modo que parece oportuno reflexionar sobre la vigencia de esta cuestión.

II. La interdependencia regional en los años noventa

Podemos entonces comenzar por una mirada a la interdependencia regional en los años noventa. En

* Ponencia presentada por C. Rodríguez Batlle, presidente, del Banco Central del Uruguay, en la LXXII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España, celebrada en Río de Janeiro, Brasil, el 24 de mayo de 2001.

esta década se han profundizado una serie de aspectos que encuentro necesario destacar:

- En primer lugar, la década pasada fue de apertura de las economías y de fuerte entrada de capitales en la región, particularmente en la segunda mitad. Mientras que en las viejas etapas donde predominaban los modelos de sustitución de importaciones el capital privado ingresó principalmente como inversión extranjera directa, en los setenta, el financiamiento bancario privado fue la modalidad predominante; en los ochenta, asistimos a la retracción del crédito privado y al aumento del rol de los organismos internacionales de crédito, en particular el crecimiento del BID y el Banco Mundial. En los noventa, finalmente, *la tónica distintiva fue el financiamiento a través del acceso directo a los mercados de capital*. La inversión de cartera se diferencia claramente de la inversión extranjera directa (a la que aparentemente estamos volviendo) y de los préstamos bancarios privados por su extrema volatilidad. Tanto la IED como la financiación bancaria tienen la propiedad tranquilizadora de que no son capitales líquidos y que, por ende, sus movimientos serán naturalmente lentos. La inversión en cartera es esencialmente líquida y reacciona a cualquier perturbación de mercado que pueda afectar el valor de la colocación.
- El segundo aspecto que cabe destacar es la lección aprendida en esta nueva realidad: *en un mundo de inversiones de portafolio, no alcanza con ser estable uno mismo para estar a salvo de las turbulencias*. En efecto, la forma en que los manejadores de portafolios agrupan a los países por categorías de riesgo ha determinado que la mayoría de los países de nuestra región sean clasificados dentro del grupo de *mercados emergentes*. En los hechos y al influjo de esta manifestación de la globalización, la categoría de mercados emergentes funcionó como una línea en la matriz de pagos de un inversionista a los efectos de la reacción al riesgo. Cuando el riesgo del renglón se elevó, los inversionistas trataron de reducir su exposición al mismo, penalizando aquellas inversiones más líquidas, aunque estas no fueran las afectadas directamente por los problemas macro fundamentales. Es el caso de México y Perú durante la crisis asiática, o el de Argentina en la crisis rusa y en la asiática: no eran países que habían desarrollado desequilibrios básicos, pero como los mercados de su deuda eran relativamente profundos y sus títulos relativamente líquidos, los inversores optaron por deshacerse de esos activos, ya que optar por los mercados

menos líquidos pudiera haber representado aceptar mayores pérdidas de capital en la salida. Y esa es una lección muy importante. Quiere decir que aun cuando sus fundamentos macro parezcan relativamente apropiados en el sentido tradicional, aun cuando el nivel de liquidez internacional del país, representado por sus reservas, sea apropiado, y aun cuando el sistema financiero esté saneado y bien regulado, de todos modos los mercados pueden correr contra la deuda pública y contra los activos financieros domésticos de un país como parte de una estrategia de portafolio. Por eso no es suficiente tener la situación fiscal bajo control, sino que es necesario poder demostrar una situación de fuerza. En otro plano, es como el control de la fiebre aftosa en el ganado. Si no se toman los recaudos apropiados, es imposible contener la enfermedad. Las estrategias sanitarias puntuales mejoran los chances de que el rodeo se salve del contagio, pero aun así no es 100% seguro. La mejor manera de asegurarse contra la enfermedad, es con una acción coordinada en el ámbito regional, ya que el virus no reconoce fronteras. Por supuesto que desde la crisis rusa los países han tratado de buscar la diferenciación de su riesgo, Uruguay en cierta forma lo ha logrado con su *grado de inversión*, pero esta diferenciación no es total ni puede serlo. De ahí que la convergencia de políticas en estas materias sea un tema importante a escala regional.

- Otro aspecto a destacar es que *la valoración internacional de nuestras políticas se ha vuelto más compleja*. Tres décadas atrás, la relación de un país con sus acreedores, principalmente bancarios como ya dijéramos, era de tipo directo y confidencial. Había una relación banco-cliente, en la que la situación patrimonial del cliente era información privada y el banco no tenía incentivos para socializar su información. Esto sucedía antes de la crisis de la deuda. En los noventa, con la nueva modalidad de flujos de capitales, esta situación cambió completamente. A raíz de la cotización de deuda en mercados globales y como forma de solucionar los problemas de información imperfecta, tanto incompleta como asimétrica, toman gran relevancia los bancos de inversión y las calificadoras de crédito. Estas agencias, con roles diferenciados, generan una gran socialización de la información acerca de nuestras economías, poniendo en la vidriera mundial nuestras políticas públicas, volviendo los indicadores de riesgo país en *ratings* instantáneos. De esta manera, los márgenes para el error se redujeron notablemente y el hecho es

que el escrutinio público, tanto nacional como internacional se ha vuelto más estricto.

En resumen, la nueva modalidad de movimientos de capital a través de la inversión de cartera impone el mantenimiento de políticas macroeconómicas prudentes, las cuales pueden no ser suficientes para asegurar la estabilidad de los flujos de inversión, ya que los problemas de nuestros vecinos pueden transformarse en una externalidad negativa sobre el financiamiento nacional.

III. La necesaria convergencia de las políticas macroeconómicas

De estas tendencias se desprende que existe una necesidad de convergencia en políticas macroeconómicas, la que debe realizarse aun cuando la integración regional no sea en sí nuestro objetivo final. La existencia de las externalidades mencionadas en el financiamiento requiere de un trabajo conjunto de toda la región sobre procedimientos y políticas clave. Me refiero en particular a aquellas políticas que hacen tanto a la sostenibilidad como a la vulnerabilidad de la política macroeconómica. En el primer grupo encontramos el tipo de política que el Mercosur ha tratado de coordinar. Entendiendo la *sostenibilidad* intertemporal como la habilidad de asegurar el cumplimiento de las obligaciones presentes y futuras, esta convergencia abarca principalmente acuerdos en materia de déficit fiscal y endeudamiento.

El segundo tipo de convergencia sigue la lógica de los modelos de segunda generación de crisis de balanzas de pagos. Esto es, aun cuando la política fiscal sea sostenible, los movimientos especulativos pueden generar colapsos macroeconómicos cuando las defensas de nuestros países no son lo suficientemente fuertes. De allí la importancia, para países con deuda dolarizada como la nuestra, de tener un buen *stock* de reservas internacionales que respalde el servicio de la deuda.

Otra consecuencia visible de este tipo de crisis es que los países deben tener políticas prudentes de liquidez, tanto en el ámbito de regulación del sistema financiero como gestión de pasivos públicos. En el caso del sistema financiero, la necesidad de mantener un nivel adecuado de liquidez se ha reflejado normalmente en regulaciones de calce de plazos en activos y pasivos por institución; en requisitos mínimos de liquidez, así como en la creación de sistemas de seguro de depósitos. En cuanto al manejo de pasivos del sector público, el énfasis ha estado en diversificación de las fuentes de financiamiento y en la reducción del monto anual

de servicio de deuda a través de un alargamiento del plazo promedio de vencimiento de los títulos públicos, así como de una preocupación mayor por evitar concentración de vencimientos.

Los organismos financieros internacionales han reconocido esta necesidad, particularmente el Fondo Monetario Internacional, y han trabajado en los últimos años en el diseño de los códigos y estándares internacionales en áreas como la regulación prudencial del sistema financiero y el manejo de la deuda pública. De hecho, no me queda duda que la próxima etapa que seguirá el proceso de coordinación macroeconómica en el Mercosur será a través de la armonización de sus sistemas financieros, con un especial énfasis en la regulación prudencial.

Es importante converger en estas políticas para afianzar la estabilidad de la región, sin embargo no es claro que su mera convergencia pueda tener un impacto decisivo sobre la integración regional, en particular cuando uno la considera como el desarrollo de sus flujos de comercio.

Un tiempo atrás invitamos al Prof. Robert Mundell a dictar una conferencia en el Banco Central del Uruguay. Uruguay ha cultivado una estrecha relación con el profesor Mundell, quien vivió y dictó cursos en el ámbito de posgrado en nuestro país hace unos veinte años atrás. Se refirió a la teoría de las áreas monetarias óptimas y sus implicaciones para el Mercosur. Me interesaría subrayar su afirmación de que si existen desequilibrios, si la situación financiera no es solvente, si la posición fiscal no es sólida, entonces mejor olvidar cualquier sistema de tipo de cambio fijo y cualquier tipo de unión monetaria. Para que exista algo parecido a una unión monetaria, una moneda común o cualquier cosa similar, es necesario un suficiente grado de convergencia.

IV. ¿Qué tipo de convergencia es necesario para fomentar la integración comercial?

Para fomentar la integración en el plano real, entendemos que sería necesaria una mayor coordinación en materia cambiaria. Evidentemente, no estoy diciendo nada nuevo, ya que este es un objetivo implícito detrás de los acuerdos de convergencia a los cuales hemos llegado el año pasado. Tampoco estoy argumentando que sea viable en el futuro inmediato. Simplemente estoy invitando a reflexionar sobre el punto. Desde el punto de vista de la teoría, tanto el aumento de los costos de transacción en mercados completos, como la inexistencia de mercados de futuros en mercados incompletos, justifican una relación negativa entre el nivel de comercio y la volatilidad del tipo de cambio,

tanto real como nominal. En la práctica, aun cuando muchos estudios empíricos (incluyendo algunos de nuestro Banco Central del Uruguay) tengan problemas para encontrar la relación entre esta volatilidad y los flujos comerciales, esa relación está allí y resulta evidente en estos últimos tres años de relaciones comerciales dentro del Mercosur.

En particular, a nuestros modelos econométricos les resultaba difícil identificar un efecto de precios relativos sobre nuestras exportaciones a Brasil. Sin embargo, a pesar del dinamismo mostrado por Brasil en 2001, nuestras exportaciones no reaccionaron como esos modelos pronosticaban. La moraleja entonces es: *eppur si muove*. Aun cuando no podamos medir sistemáticamente el rol de los cambios de precios relativos y de la volatilidad de los mismos en los flujos comerciales, es claro para aquellos que hacemos política que esa relación está allí.

Una vez que reconocemos que esa relación es así, debemos conceder que la mera convergencia en materia de políticas de solvencia y fragilidad como las que hablábamos anteriormente, no alcanza a potenciar la integración comercial apropiadamente. Si la integración real es nuestra meta final,

aun cuando hayamos convergido en las otras materias a que hacíamos referencia, es necesario pensar en una coordinación cambiaria explícita, tal como lo hizo la Unión Europea. Evidentemente, la discusión de una convergencia cambiaria en el corto y mediano plazo se tornó difícil dado que nuestros regímenes cambiarios nacionales cubren el amplio espectro que va desde la convertibilidad a la flotación. El Mercosur parece estar desarrollando cierto afecto por las "soluciones de esquina". Quizás por ello, la estrategia posible determinó que los acuerdos de coordinación de políticas macroeconómicas tuvieran una base fiscal, en el entendido de que estos suministraban el ancla real a la percepción que los mercados pudieran tener sobre nuestra solvencia intertemporal.

La pregunta actual debería ser entonces: ¿significa esto que hemos abandonado el objetivo cambiario? O llevándolo más lejos, ¿es necesario llegar a una unión monetaria regional como este mismo foro se planteaba un par de años atrás?

Ben Cohen nos diría que no. Barry Eichengreen nos diría que la globalización no nos deja otra opción. En cualquier caso, este tema es agenda abierta para la discusión.

Notas sobre un posible “acuerdo en oro” para América Latina*

Germán Utreras

La creciente actuación de los bancos centrales en el mercado del oro desde el inicio de la década pasada, ha sido factor fundamental en definir las actuales características de ese mercado y el comportamiento del precio del metal durante dicho período.

Comparado con otros *commodities*, el mercado del oro se destaca por su nivel de liquidez y de sofisticación en productos financieros, ampliamente utilizados por los distintos participantes de este mercado (productores, fabricantes instituciones financieras privadas y oficiales). Al respecto, cabe mencionar que, aún cuando las operaciones en “derivados” financieros con oro representan sólo el 0,3% del total de las operaciones en derivados realizadas por la banca comercial internacional, 45% de los derivados financieros relativos a *commodities* involucran al oro. Ahora bien, la liquidez y la innovación financiera del mercado del oro no habrían podido desarrollarse sin la activa participación de los bancos centrales mediante la colocación de parte de sus reservas auríferas, tomando en cuenta el desbalance existente entre la oferta de la producción, minera y la demanda de la industria transformadora (joyería y otros).

Las operaciones de préstamo-oro del sector oficial se han más que quintuplicado desde 1990, pasando de 900 toneladas a cerca de 4 900 toneladas para el año 2000, monto este último que debe compararse con el nivel promedio de 2 300 toneladas anuales correspondiente a la producción minera durante el mismo período. Adicionalmente a estas operaciones, la liquidez del mercado se ha visto incrementada por las ventas netas de las insti-

tuciones oficiales, las cuales se cifran en 309 toneladas anuales en promedio.

El nuevo e importante rol asumido por los bancos centrales en el mercado del oro se origina de la búsqueda de rentabilidad para sus reservas auríferas, sea bajo la forma del reducido rendimiento obtenido directamente de las colocaciones temporales en el mercado (depósitos, *swaps*), o convirtiendo en divisas duras (principalmente dólares) mediante la venta pura y simple del oro para su posterior inversión en los mercados monetarios internacionales. Todo ello debido a la pérdida de la condición de

Cuadro 1

AMÉRICA LATINA: RESERVAS OFICIALES DE ORO,
1995-2000

País	1995		2000		Variación (Tons.)
	Tons.	%	Tons.	%	
Argentina	136.1	15.7	0.6	0.1	-135.5
Bolivia	27.8	3.2	29.2	5.1	1.4
Brasil	142.5	16.4	58.9	10.4	-83.6
Chile	58.0	6.7	2.3	0.4	-55.7
Colombia	8.3	1.0	10.2	1.8	1.9
Costa Rica	1.1	0.1	0.1	^a	-1
Ecuador	12.9	1.5	12.9	2.3	-
El Salvador	14.6	1.7	14.6	2.6	-
Guatemala	6.5	0.7	6.5	1.1	-
Honduras	0.7	0.1	0.7	0.2	-
México	13.2	1.5	7.5	1.3	-5.7
Paraguay	1.1	0.2	1.1	0.2	-
Perú	34.7	4.0	34.2	6.0	-0.5
Rep. Dominicana	0.6	0.1	0.6	0.1	-
Uruguay	53.3	6.1	33.6	5.9	-19.7
Venezuela	356.0	41.0	356	62.6	-
Total	867.4	100.0	569	100.0	-298.4

FUENTE: *International Financial Statistics*, FMI, marzo de 2001.

^a 0.02 por ciento.

* Ponencia presentada por G. Utreras, vicepresidente de Operaciones Internacionales, del Banco Central de Venezuela en la XXXVIII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano, celebrada en Río de Janeiro, Brasil, el 25 de mayo de 2001.

valor-refugio contra la inflación que ostentó en el pasado el oro y las alternativas financieras de inversión más remuneradoras con mínimo riesgo.

Sin embargo, la creciente y permanente liquidez adicional aportada al mercado del oro por las operaciones de las instituciones oficiales ha repercutido negativamente en el precio del metal, imprimiéndole una acentuada tendencia a la baja. Esto último con consecuencias particularmente adversas para el valor de las tenencias de oro de los bancos centrales.

Durante los diez años del período 1991-2000, el precio del oro disminuyó en 29%, afectando en la misma proporción la valoración de las reservas auríferas de los bancos centrales que aplican el método de "valor a mercado" a dichas reservas. Dicha tendencia no puede sino mantenerse, mientras continúe la actividad de los bancos centrales en el mercado, apoyada en sus enormes disponibilidades de oro y motivada por la búsqueda de rentabilidad. Aun cuando muchos bancos centrales se abstienen de vender el oro de sus reservas, las colocaciones bajo la forma de depósitos (préstamo-oro) a plazos cortos, pero habitualmente renovados, ocasionan un efecto bajista sobre el precio del oro, así como sobre las propias tasas de rendimiento de las inversiones en depósitos de oro. A esta situación se suman las ventas puntuales de oro-reserva, informadas o conocidas después de su ejecución, las cuales incrementan el sentimiento negativo de los operadores que a la vez se traduce en nuevas disminuciones del precio del oro.

Frente a la pérdida de valor del oro, derivada del impacto de las operaciones de préstamo-oro de los bancos centrales, el rendimiento de dichas operaciones resulta poco significativo.

Si se toma como ejemplo de contrastación, la variación del precio del oro durante los primeros cuatro meses 2001 (-3.5%) y la tasa de rendimiento promedio de los depósitos-oro (1.68% anual), se obtiene que las reservas en oro de los bancos centrales activos en el mercado han registrado una pérdida de alrededor \$6 061 millones comparado con sólo \$240 millones de intereses devengados por los depósitos.

Este conjunto de consecuencias ha revestido suficiente gravedad para que los principales bancos centrales tenedores de oro muy activos en el mercado, como prestamistas y como oferentes netos, consideraran necesario aplicar medidas coordinadas destinadas a procurar una limitación en sus operaciones con oro. De ello resultó el Acuerdo de bancos centrales europeos, que al ser firmado en Washington el 26 de septiembre de 1999, se ha dado en denominar Acuerdo de Washington. Mediante dicho Acuerdo, 14 países europeos y el

Banco Central Europeo que representan el 47% de todas las reservas de oro oficiales del mundo, se comprometieron en conjunto y por un período de cinco años, a limitar sus ventas de oro a un monto aproximado de 400 toneladas anuales y, a mantener el nivel de sus operaciones de préstamo-oro al nivel existente previo del Acuerdo.

Esta decisión produjo inicialmente efectos positivos sobre el precio del oro y eliminó la incertidumbre sobre la actuación futura de los bancos signatarios del Acuerdo, al dar a conocer sus respectivos planes de ventas de oro. Pero estos efectos fueron de corta duración a la luz de la magnitud de las operaciones amparadas por el Acuerdo, por lo que el precio del oro continuó, desde entonces, su descenso.

El principal mérito del Acuerdo de los bancos centrales europeos ha sido el de concientizar a los bancos centrales sobre la situación provocada por su propia actuación en el mercado del oro, al afectar el valor de un activo de reserva fundamental. Dicha actuación, guiada por consideraciones de orden financiero justificadas individualmente, arrojaba resultados perniciosos colectivamente. Este enfoque, compartido por otros participantes del mercado (productores mineros e industria transformadora), debe incorporar el mayor número posible de instituciones oficiales para revertir definitivamente la tendencia negativa del precio del oro.

Otros acuerdos, similares en su estructura y objetivos al Acuerdo de los bancos centrales europeos, pudieran conformarse con la participación de los bancos centrales de una región en particular del mundo, como en el caso de América Latina.

Los bancos centrales de América Latina mantienen en conjunto un monto de reservas de oro por aproximadamente 569 toneladas al cierre de 2000. Se estima que cerca del 74% de dichas reservas se encuentra colocado en el mercado del oro bajo la forma de depósitos (préstamo-oro). A ello se suma que durante los cinco años transcurridos entre 1995 y 2000, las reservas oficiales de oro disminuyeron en 34% como producto de ventas realizadas en el mercado. La actuación de los bancos centrales de la región como prestamistas o vendedores de oro, ha sido motivada por las mismas razones de rendimiento que las aducidas por los bancos centrales de otras regiones del mundo, y en mayor o menor medida han padecido los mismos efectos negativos en la valoración de sus tenencias auríferas como consecuencia del deterioro del precio del metal. A valor de mercado, las reservas de oro de los bancos centrales latinoamericanos acumulaban al cierre de 2000, una pérdida monetaria implícita de \$2 092 millones para el lapso arriba mencionado.

Cuadro 2

AMÉRICA LATINA: PRODUCCIÓN DE ORO, 1990-99

País	1990			1999			
	Producción		Valor ^a (\$mm)	Producción		Valor ^b (\$mm)	Pérdida por precio 99/90 (\$mm)
	Toneladas	%		Toneladas	%		
Argentina	1.2	0.5	14.8	35	9.3	313.5	118.2
Bolivia	10.4	4.7	128.3	15.4	4.1	137.9	52.0
Brasil	84.1	38.2	1037.2	54.1	14.3	484.5	182.6
Chile	33.3	15.1	410.7	48.1	12.7	430.8	162.4
Colombia	32.5	14.8	400.8	21.4	5.7	191.7	72.2
Ecuador	10	4.5	123.3	9.8	2.6	87.8	33.1
Guyana	2.5	1.1	30.8	13.3	3.5	137.1	44.9
México	9.6	4.4	118.4	22.5	5.9	201.5	78.1
Nicaragua	1.6	0.7	19.7	4.3	1.1	38.5	14.5
Panamá	0.1	0.1	1.2	0.5	0.1	4.5	1.7
Perú	14.6	6.6	180.1	127.4	33.7	862.3	430.1
República Dominicana	4.3	2	65.3	2.3	0.6	20.6	7.8
Uruguay	0	0	0	2.3	0.6	22.7	7.8
Venezuela	14.2	6.4	175.1	14.7	3.9	131.7	49.6
Otros países	1.9	0.9	23.4	7.2	1.9	64.5	24.3
<i>Total</i>	<i>220.3</i>	<i>100.0</i>	<i>2729.1</i>	<i>378.2</i>	<i>100.0</i>	<i>3129.6</i>	<i>1279.3</i>

FUENTE: Gold Field Mineral Services.

^a Al precio promedio de \$/oz 383,59. ^b Al precio promedio de \$/oz 278,57.

En el caso del Banco Central de Venezuela (BCV), esta situación reviste dimensiones significativas en razón del tamaño de sus reservas en oro. Dichas reservas se sitúan en 356 toneladas, representando el 63% de todas las tenencias oficiales de oro en la región, y más de la mitad de este monto es objeto de colocaciones en el mercado bajo la forma de depósitos a plazo (préstamo-oro) y *swaps*. Hasta el presente, la política del BCV no ha considerado la realización de operaciones de ventas de oro (reserva).

Luce evidente que a primera vista, la conformación de un acuerdo para limitar la participación de los bancos centrales en el mercado del oro pudiera beneficiar principalmente al BCV, por la importancia de sus tenencias en oro. Sin embargo, más allá del positivo efecto-precio que un acuerdo de este tipo tendería a producir en el oro-reserva, debe considerarse los beneficios que dicho efecto-precio aportaría al desarrollo de la industria minera aurífera en la región.

Todos los análisis especializados concuerdan en señalar la existencia de un importante potencial de producción aurífera en América Latina, cuya materialización significaría una contribución creciente al desarrollo económico de la región en términos de empleo e ingresos fiscales, además de otros efectos multiplicadores favorables para las economías nacionales. Se evidencia la factibilidad de estos análisis prospectivos, al observar que durante la década

pasada la producción de oro en América Latina mostró un crecimiento internacional de 6.2%, alcanzando el nivel de 378 toneladas en 1999, equivalente al 15% de la producción mundial.

Pero es importante destacar que, debido al impacto causado por la reducción del precio del oro durante el mismo período, los resultados de la expansión de la producción expresada en valores monetarios (dólares estadounidenses) no se corresponden con lo logrado en cantidades físicas (toneladas): la caída de 38% en el precio del oro hizo que el valor monetario de la producción creciera sólo en 15% al comparar 1990 con 1999, frente a 72% de crecimiento para las cantidades físicas producidas. Ello se tradujo en una pérdida de \$1 279 millones en el valor de la producción del año 1999 solamente.

Esta situación debe atraer la atención por cuanto la producción de la minería aurífera ha sido en gran parte el resultado de la inversión directa extranjera, y el crecimiento de esta industria exige nuevos proyectos de exploración cuya realización pudiera ser diferida por el continuo descenso del precio del oro, como ya ha sucedido en algunos países (Venezuela incluido).

En razón de lo anterior, se evidencia la conveniencia de evaluar la posibilidad de concretar un acuerdo entre los bancos centrales de la región que limite su participación activa en el mercado del oro, reforzando así la iniciativa de los bancos cen-

trales europeos y la nueva posición adoptada por un importante número de instituciones del sector oficial en materia de manejo de las reservas de oro.

Este acuerdo que tomaría como referencia el marco del Acuerdo de los bancos centrales europeos de 1999, tendría como objetivo procurar la estabilidad y posterior fortalecimiento del precio del oro, como elemento fundamental para incentivar el desarrollo de la industria minera aurífera en los países de América Latina.

Para la preparación de los aspectos técnicos relativos a la estructuración del acuerdo y su coordinación en el ámbito de los bancos centrales de la región, luce recomendable la asistencia y apoyo del Banco Internacional de Pagos, una institución multilateral vinculada históricamente con los bancos centrales y con conocimiento experto del mercado internacional del oro, que aportaría su prestigio y credibilidad para hacer realidad el mencionado acuerdo regional.

El impacto de la actividad de los bancos centrales en el mercado del oro*

Giacomo Panizzutti

I. Introducción

Damas y caballeros, permítanme en primer lugar agradecer al Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) por haberme invitado a esta hermosa ciudad y darme la oportunidad de presentar mis opiniones a tan distinguido auditorio.

El impacto de las ventas de oro del sector oficial sobre el precio de este metal es muy conocido, de modo que me limitaré a tratar brevemente el tema del mercado del oro físico, antes de pasar a discutir la cuestión del mercado de arrendamiento del oro.

II. El mercado del oro físico

Abordaré esta sección exponiendo en primer lugar las razones para conservar el oro, que pueden diferir ampliamente de un país a otro. En los mercados con sistemas financieros pobremente desarrollados, bancos inseguros o inaccesibles, o en los que la confianza en el gobierno es baja, el oro resulta atractivo como reserva de valor. En los países con sistemas políticos y financieros estables, la atracción del oro se debe sobre todo como inversión que ofrece baja o negativa correlación con otros activos. En tiempos de crisis puede resultar un refugio seguro para flujos que vengan a incrementar su valor, cuando los inversores se desprenden de activos financieros como bonos y acciones.

Alrededor de 33 000 toneladas de oro se hallan en manos del sector oficial, en mayor medida en

los bancos centrales o tesorerías nacionales, siendo las instituciones internacionales los otros grandes tenedores. Las razones que se aducen normalmente para conservar el oro como activo de reserva son variadas: no constituye un derecho sobre otro Estado, luego no resulta afectado por las acciones de ningún otro Estado; incrementa la confianza del público en la moneda interna en una forma que tal vez no esté al alcance de las divisas y, como se explicó anteriormente, *in extremis* puede conservar su valor mejor que las divisas. Por otra parte, se trata de un activo que ha disminuido en valor en años recientes y de baja rentabilidad o rendimiento.

Las tenencias actuales de oro de los diferentes países son muy diversas, tanto en términos de cantidad absoluta como en proporción a sus reservas externas. Sin embargo, entre los tenedores más importantes, ha existido un alto grado de estabilidad en sus tenencias, por ejemplo en Estados Unidos, Alemania, Italia, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y Francia. Al mismo tiempo, se han registrado reducciones de tenencias de carácter sobresaliente durante los últimos diez años, particularmente en Argentina, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Países Bajos, Suiza y el Reino Unido. Estas diferencias tienen su explicación en la manera en que las reservas son consideradas en el ámbito nacional, y la forma en que se adoptan las decisiones de política de reservas, así como en los procedimientos que se siguen para tomar decisiones sobre la política de reservas, y desde luego también por el tamaño demasiado grande de las reservas con relación a los flujos subyacentes de producción y consumo.

Ahora, antes de pasar a la segunda parte de mi presentación, permítanme añadir unas cuantas palabras sobre el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales.

La volatilidad en el mercado y, hasta época re-

* Ponencia presentada por G. Panizzutti, director global de Divisas y Oro, del Banco de Pagos Internacionales (BPI), en la LXXII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España, celebrada en Río de Janeiro, Brasil, el 24 de mayo de 2001. Este documento representa exclusivamente las opiniones del autor, que no deberán ser interpretadas como reflejo de las del BPI.

ciente, la ausencia de transparencia en los bancos centrales acerca de sus ventas futuras, acrecentó el nerviosismo del mercado en cuanto a la futura dirección del precio del oro. En el pasado, el nerviosismo sobre las ventas por parte de los bancos centrales, más bien que las ventas realizadas concretamente, tendían a ejercer un impacto negativo sobre el estado de ánimo del mercado. El Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales de 1999¹ ciertamente ha cambiado la actitud hacia el oro. El "Acuerdo", al menos hasta el año 2004, ha eliminado algunas incertidumbres que rodeaban las grandes ventas del metal por parte de cualquiera de los bancos centrales europeos

El mercado ha obtenido más información acerca de las intenciones de los bancos centrales que en cualquier otro momento en el pasado, y como resultado se ha mostrado considerablemente menos volátil.

El hecho de que algunos de los participantes en el Acuerdo hayan decidido no anunciar por adelantado el tamaño o la fecha de las ventas acordadas es irrelevante. En mi opinión, más importante es el compromiso de limitar las ventas de oro a los programas ya decididos y proceder a las mismas a una tasa de aproximadamente 400 toneladas al año, a fin de no sobrepasar las 2 000 toneladas al término de los cinco años del Acuerdo. Esto debería asegurar que la oferta de oro por parte de los Estados signatarios no desbordará las expectativas del mercado. Cabe destacar también que los signatarios han convenido no expandir sus otras actividades en el mercado del oro (depósitos y derivados), así como la declaración que hicieron el 26 de septiembre de 1999 como documento adicional, en el sentido de que el Acuerdo será revisado una vez transcurridos cinco años. En este momento, desde luego, no estoy en posición de adelantar si el Acuerdo será prorrogado y de qué forma se llevará a cabo esto.

III. El mercado de arrendamiento del oro

Se han sucedido muchos debates sobre el impacto del mercado de arrendamiento en el precio al contado del oro. Algunos atribuyen la declinación en el precio en dólares del oro en las últimas décadas al rápido crecimiento del mercado de depósito del oro. Otros afirman que el impacto de los depósitos de oro ha beneficiado grandemente al mercado del

¹ Firmado en septiembre de 1999 por el Banco Central Europeo y los bancos centrales de Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Inglaterra, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Portugal, Suecia y Suiza.

oro, mejorando la liquidez y contribuyendo a una gestión eficiente del riesgo.

IV. El crecimiento del mercado de arrendamiento del oro y sus beneficios

El mercado de depósito del oro ha crecido rápidamente durante la última década. Los préstamos del sector oficial se han multiplicado significativamente durante este periodo, pasando de menos de 1 000 toneladas en 1990 a más de 4 500 toneladas para fines de 1999. Además, los préstamos del sector no oficial ascienden aproximadamente a 500 toneladas. En promedio, durante el mismo periodo, se han extraído de las minas 2 300 toneladas anuales. Apenas hay duda de que el crecimiento del mercado de depósitos en oro ha sido de considerable beneficio para todos los grandes usuarios. Los bancos centrales han podido recibir un ingreso de sus tenencias de oro, con lo que aliviaron los problemas asociados a un activo que se depreciaba. Los fabricantes que trabajan con oro han podido aislarse del impacto que tenían las fluctuaciones del precio del oro en sus tenencias de inventarios. Los productores han podido financiar nuevas minas por medio de programas de cobertura y tener acceso a proyectos financieros más sofisticados. Los especuladores, asimismo, se han beneficiado al poder asumir con eficiencia posiciones cortas o largas en el mercado del oro.

V. El impacto del mercado de arrendamiento del oro sobre la oferta al contado

Las transacciones en el mercado de depósitos en oro, ya sea que hayan sido motivadas por la necesidad de proteger con una cobertura la producción futura, o bien para cubrirse del riesgo de conservar oro en inventario, o simplemente para especular, tienden a ser iniciadas por el vendedor. La otra parte en la transacción (típicamente un banco comercial o algún otro intermediario) buscará cubrir su exposición al precio del oro mediante la venta, en el mercado al contado, del oro que han obtenido de los prestamistas. La venta del oro en los mercados a plazo generalmente lleva, en consecuencia, a vender en el mercado al contado.

Cuando el contrato a plazo llega a su vencimiento, el banco comercial recibirá la entrega del oro subyacente y reembolsará el oro prestado. De esta manera el efecto de cobertura por parte de productores y fabricantes que trabajan con oro da como resultado adelantar o acelerar las ventas en el mercado al contado.

Mientras la posición corta neta sea estable, con la inflación de los nuevos contratos compensada por el vencimiento de los más viejos, el efecto sobre el mercado al contado es neutral. Sin embargo, durante el decenio de los noventa la cuantía de la cobertura se incrementó rápidamente, sobre todo en la segunda mitad del periodo. La posición corta neta aumentó en alrededor de 4 000 toneladas en total. Para decirlo de otra manera, a fin de satisfacer la demanda, los tenedores de oro acrecentaron sus préstamos de oro al mercado en aproximadamente 4 000 toneladas.

VI. El creciente impacto del mercado de depósitos

La capacidad para obtener oro en préstamo con facilidad y a bajas tasas, beneficia a todos los que están involucrados en actividades que se derivan de ese metal precioso, tales como refinadores, fabricantes y distribuidores. La reducción de los costos y del riesgo asociado con la tenencia de grandes inventarios, permite una distribución más amplia y mayor disponibilidad de oro, lo que facilita el comercio del oro con los clientes. Los depósitos de oro también reducen el costo de capital para los productores, lo que tiende a estimular la producción. Los proyectos de financiamiento de nuevas minas a menudo están condicionados a que la producción se venda para entrega futura. Existe evidencia de que los productores que han vendido su producción a término pueden mostrarse más remisos a reducir su producción cuando los precios al contado declinan.

VII. La estabilidad del mercado de arrendamiento y su impacto sobre el mercado al contado

El crecimiento del mercado de depósitos en oro ha sido hecho posible por la existencia de grandes existencias de oro, principalmente en el sector oficial. Algunos tenedores oficiales consideran la posesión física de su oro como algo importante, pero para otros esto no constituye objeto de cuidado, y con el fin de aumentar su ingreso están dispuestos a prestar oro a tasas de arrendamiento muy bajas, del mismo modo en que podrían prestar sus bonos u otros activos financieros. Esta oferta de liquidez disponible ha llevado a tasas de arrendamiento del oro considerablemente más bajas que las tasas para el depósito de dólares de Estados Unidos. Si no se diera esta situación, no habría mercado a término de largo plazo. Los precios para entrega futura y los de contado se desacoplarían. Los productores

no podrían cubrir el riesgo de precio para futura producción, salvo a corto plazo. Los fabricantes no estarían en aptitud de predecir el costo de mantener inventarios más que con unos cuantos meses de anticipación. La cantidad de cobertura disminuiría.

La futura estabilidad del mercado de depósito del oro depende de la continua disponibilidad del sector oficial para prestar su oro. Se lleva tiempo para que las políticas de préstamo cambien, y la oferta de préstamos, al menos en el extremo más corto de la curva de rendimiento, no es muy sensible a las tasas de arrendamiento. Estos factores hacen que el mercado de préstamos sea vulnerable a los choques, particularmente si los prestamistas están cerca de rebasar sus límites de préstamo.

Por ejemplo, si cierto número de bancos centrales decide retirar su oro del mercado, ello causaría una seria contracción. Las tasas de arrendamiento se elevarían agudamente, en tanto los prestatarios tratan de rembolsar sus préstamos, y es muy probable que los precios registraran asimismo una alza similar. Una alza de cuantía y sostenida en las tasas de préstamo determinaría sustanciales pérdidas para los productores, quienes han vendido su oro a término y mantenido el riesgo de la tasa de arrendamiento, para los fabricantes y distribuidores, así como para los bancos comerciales que se muestran activos en el mercado.

Algunos indicadores de posibles magnitudes han podido obtenerse a partir del comportamiento de las tasas de arrendamiento, a raíz del Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales de 1999, cuyo origen fue no un recorte en los préstamos, sino únicamente el tope que se estableció para la futura actividad en préstamos.

La forma que históricamente adoptó la estructura a término o plazo de las tasas de arrendamiento del oro, sugiere que el mercado ha percibido poco riesgo de crisis en el mercado de préstamos. Si el riesgo percibido hubiera sido de carácter sustancial, ello se habría manifestado a través de un diferencial o prima de seguridad entre las tasas de préstamo a corto y largo plazos. La evidencia indica que la prima a término en los préstamos de oro no ha sido más elevada de lo que es en los mercados monetarios.

En las presentes circunstancias resulta en verdad difícil visualizar una situación en la cual varios prestamistas deciden retirar su oro del mercado simultáneamente.

Finalmente, permítanme añadir unas cuantas palabras más sobre la actividad de préstamo en el sector oficial. Existen, claro está, diversas opiniones sobre el impacto que los préstamos, para ser más precisos, el impacto que los excesivos préstamos

pueden tener en el precio del oro. El rendimiento o redituabilidad del oro ha tendido a la baja durante los últimos años, y es probable que dichos rendimientos, en promedio, sigan siendo bajos. Las razones residen en el desequilibrio fundamental de la oferta y la demanda en mercado de arrendamiento del oro. Sencillamente, las cantidades demandadas por productores, fabricantes y especuladores son inferiores al monto disponible para préstamos. Existe un potencial limitado en el sector oficial para elevar los rendimientos a niveles de riesgo aceptable. Resulta interesante observar el relativo aplanamiento de la en otros tiempos empinada pendiente tradicional de la curva de rendimiento del oro. Esto sugiere que los bancos centrales buscan mayores beneficios mediante el depósito del oro a periodos más largos. El año 2000 ha sido testigo de la notable transformación de los vencimientos con operaciones que se han vuelto habituales de hasta por 5 años y aún de mayor duración. El proceso ha sido de dos tipos.

Primero, los mediocres rendimientos de los depósitos de oro a corto plazo han llevado al sector oficial a buscar rendimientos más elevados, y un movimiento a lo largo de la curva ha sido la manera más sencilla de lograrlo. Segundo, esta tendencia hacia vencimientos más largos ha sido orientada en alto grado por los bancos centrales europeos. Dado que el destino de sus tenencias de oro está efectivamente determinado hasta la expiración del Acuerdo sobre el oro, en septiembre del 2004, no hay muchas opciones para mantener una liquidez

a corto plazo, en el caso de una venta, y por lo tanto menores serán los titubeos acerca de la conveniencia de invertir durante periodos mucho más largos que los tradicionalmente establecidos. Algunos inversionistas han nulificado sus inquietudes crediticias mediante el empleo de acuerdos de garantía. Resulta esencial que los prestamistas tomen en cuenta la capacidad del mercado para absorber el volumen de oro que está disponible, sin que sea motivo de una aguda reducción en las tasas de arrendamiento.

Una aguda declinación de las tasas de arrendamiento del oro forzaría a los bancos centrales, en último término, a reducir su actividad prestamista, o bien a alargar los vencimientos de sus depósitos, a fin de obtener un rendimiento aceptable. El hecho de que los bancos centrales puedan generar ingresos de su actividad como prestamistas, se usa a menudo como justificación para mantener aparte sus reservas en forma de oro. Como el oro, en calidad de activo, ha proporcionado un rendimiento insignificante, comparado con el redituado por otras tenencias monetarias, la justificación para conservar grandes reservas de oro, desde el punto de vista de una diversificación de cartera, ha sido puesta en duda cada vez con mayor insistencia. En caso de que el arrendamiento del oro se convierta en una operación poco atractiva, podría ocurrir que llegara a desaparecer o declinar hasta un nivel inaceptable, por lo cual los bancos centrales enfrentarían una creciente presión para vender sus tenencias de oro.

Los retos del Banco Interamericano de Desarrollo para satisfacer las necesidades de desarrollo de América Latina y el Caribe*

Enrique V. Iglesias

I. Introducción

Señoras y señores: El Banco vuelve a Chile 27 años después de la última reunión que celebraran los señores gobernadores en esta ciudad y sean mis primeras palabras para expresar nuestro profundo agradecimiento a las autoridades y al pueblo de Chile por el afecto con que nos han recibido y la dedicación demostrada en la preparación de esta reunión que son garantía para el éxito de nuestros trabajos.

Este país no podría ser más emblemático de los cambios que ha emprendido América Latina y el Caribe en los últimos treinta años: el país que nos recibe hoy es una democracia ejemplar, con una economía ordenada y una sociedad que ha logrado construir vastos consensos en torno a objetivos y valores fundamentales. Con justicia se ha convertido en un punto de referencia para nuestra región y para el mundo entero.

El Banco que acude a esta cita es también diferente al de ese entonces por su tamaño y la naturaleza de sus operaciones, así como por sus instrumentos y los desafíos a que responde. Pero lo anima siempre la misma vocación social, el mismo espíritu integracionista que supo imprimirle su primer presidente, el insigne chileno Felipe Herrera Lane.

Estamos seguros de que el ejemplo de Chile y las enseñanzas de Felipe Herrera Lane, en particular su vocación social y americana, que imprimieron un sello personalísimo a su labor, nos acompa-

ñarán e inspirarán a lo largo de estos tres días de trabajos de la XLII Asamblea de Gobernadores.

Quiero reflexionar sobre los temas que nos convocan al presente.

Al comenzar el siglo XXI, y más que en cualquier otro momento de su historia, el desarrollo económico y social de los países de América Latina y el Caribe necesita con urgencia un fuerte impulso y un reordenamiento de sus prioridades, dando un mayor énfasis al combate contra la pobreza y a la consecución del progreso social en general. La región dispone para esto de una vasta reserva de recursos humanos y materiales, además de valiosas experiencias adquiridas en su permanente búsqueda de mejores horizontes de vida. Estos son factores de riqueza fundamentales con que la región puede enfrentar exitosamente los retos que le impone el nuevo mundo de tecnologías en ebullición, de mercados globalizados y de estrecha interdependencia económica internacional.

Sin embargo, debemos reconocer que en cada país de la región se necesita desplegar una decidida voluntad política que, como pilar fundamental de esta empresa, permita movilizar los esfuerzos internos a base de la concurrencia de cada uno y todos los sectores sociales, absorber eficazmente la cooperación externa, y enfatizar las políticas de bienestar e inclusión social. La empresa consiste en lograr no sólo un crecimiento más acelerado, sino también un desarrollo de mejor calidad, es decir un desarrollo más estable, sostenible a largo plazo y socialmente equitativo, en una suerte de proceso sinérgico.

La preocupación por resolver las graves deficiencias en el ámbito social de la región y la propuesta de asignar la más alta prioridad al combate contra la pobreza, constituyéndola en parte integral y central de los esfuerzos de desarrollo de

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, la exposición de E. V. Iglesias, presidente, del Banco Interamericano de Desarrollo y, presidente, del Directorio Ejecutivo de la Corporación Interamericana de Inversiones, en la sesión inaugural de la Reunión Anual de las Asambleas de Gobernadores, celebrada en Santiago, Chile, el 19 de marzo de 2001. (Título del editor.)

nuestros países en los próximos años, tiene una importancia crucial. Ella es una inquietud que parte no sólo de consideraciones éticas o morales, sino también del hecho reiteradamente observado de que la pobreza y con mucha más razón su agravamiento generalizado constituye una difícil rémora del progreso económico, una amenaza para la democracia y un riesgo para el medio ambiente. Un síntoma del problema que lacera la conciencia latinoamericana es que en esa pobreza viven alrededor de 220 millones de personas, de las cuales cerca del 45% lo hace en condiciones de indigencia.

La distribución del ingreso, y con ello el reparto de los frutos del crecimiento económico, constituye sin lugar a dudas un factor clave del bienestar social y de las motivaciones con que los distintos sectores de la población participan en la empresa común del desarrollo nacional. Lamentablemente la gran mayoría de nuestros países padece un grave síndrome de iniquidad distributiva, que coloca a la región en la posición de mayor desigualdad de ingresos entre las distintas áreas de países en desarrollo.

Un 40% del ingreso nacional es apropiado por el 10% de la población más rica, mientras en el otro extremo de la escala de ingresos el 30% más pobre de la población recibe sólo un 7.5% del ingreso total.

El reconocimiento de este panorama sombrío no debe impedirnos apreciar los notables avances durante el transcurso del siglo XX que numerosos indicadores de bienestar social y desarrollo humano de la región nos revelan. La educación es una área donde el progreso realizado por la región en el siglo pasado fue considerable. La tasa media de analfabetismo en nuestros países disminuyó del 71% en 1900 al 47% en 1950 y al 11% en 2000. Es de interés destacar que el desempeño de la región en este campo se compara muy favorablemente con las experiencias en otras latitudes, inclusive con las de países desarrollados.

Otro indicador sintomático del bienestar humano es la esperanza de vida al nacer. En América Latina ella aumentó de un promedio de 29 años en 1900 a 47 años en 1950 y a 70 años en 2000. Como se sabe, el componente más importante de ese fenómeno lo constituye la baja de la mortalidad infantil, que en la región disminuyó de 291 niños fallecidos en su primer año de vida por cada mil niños nacidos vivos en el año 1900, a 25 en el año 2000.

El cambio socioeconómico y cultural en América Latina y el Caribe ha traído consigo también un ajuste a la baja en la tasa de fecundidad, de un promedio para la región de alrededor de seis hijos

por mujer en el período 1950-65, a cerca de 2.6 en la actualidad. Las bajas registradas en la mortalidad y la fecundidad han sido factores claves de la dinámica demográfica global y del cambio en sus distintos perfiles y su composición, que es preciso destacar.

Primero, la población total de la región ha experimentado el crecimiento más rápido del mundo, a un ritmo de incremento medio anual que se aceleró de 1.9% en la primera mitad del siglo pasado a 2.5% en la segunda parte; o sea tasas que sobrepasaron a los promedios de la OECD en una relación de 2.1 y 3.1 veces respectivamente. Mientras a principios del siglo XX América Latina y el Caribe apenas representaba el 4% de la población mundial, esta proporción se acerca hoy al 9%, casi uno de cada 10 habitantes del planeta vive en nuestra región.

Segundo, la baja de la mortalidad y la fecundidad en la región ha condicionado no sólo el crecimiento total de la población, sino también su perfil por edades, con muy importantes consecuencias sociales y económicas como las relacionadas con las demandas de servicios educativos; de previsión social y salud, y de creación de empleo.

Tercero, se trata no sólo de un elevado crecimiento poblacional, sino de un fenómeno de urbanización extraordinariamente acentuado, que ha planteado demandas sin precedente sobre el desarrollo económico regional y comprometido el progreso social de nuestros países. La población urbana latinoamericana que en el año 1900 representó un 24% de la población total, hacia fines de siglo pasó a constituir un 79% del total y se estima alcanzará un 85% hacia el 2025.

II. Nuevo milenio-nuevo siglo-nueva década

1) *El desarrollo económico latinoamericano en el siglo XX: búsqueda de paradigmas y globalización*

¿Qué ha pasado en el marco del desarrollo económico regional y por qué razón la América Latina y el Caribe no han logrado todavía hacer frente a las demandas del rápido crecimiento de su población, de su creciente urbanización y, por tanto, de frenar o acaso resolver el problema de la extrema pobreza y ofrecer condiciones para el mejoramiento del bienestar social en forma equitativa entre todos los sectores de la población?

Me parece oportuno e importante hacer un breve recuento retrospectivo de la experiencia histórica de América Latina en algunos de sus aspectos económicos más importantes. Un análisis reflexivo de la historia económica de la región nos enseña

éxitos y fracasos, de todos los cuales debemos aprovechar sus lecciones

a) El crecimiento y transformación económica en 1950-80

Durante el período del desarrollo económico y social latinoamericano que se extiende por 30 años a partir de 1950, la filosofía económica y social predominante de la época se inspiró básicamente en la exitosa experiencia del New Deal en Estados Unidos y en el paradigma keynesiano.

El derrumbe del sistema monetario y del régimen de libre comercio internacional y la severa reducción de los movimientos de capital e inversión que vivió la humanidad a consecuencia de las dos guerras y la Gran Depresión, llevaron a los países europeos y de Norteamérica a constituirse en bloques cerrados y discriminatorios que limitaron las opciones de desarrollo de América Latina a tan solo la alternativa de crecimiento orientado principalmente al mercado interno, lo que se denominó el desarrollo hacia adentro basado en el uso pleno del potencial ofrecido por los recursos propios de cada país. En ese cuadro correspondió al Estado cumplir un papel protagónico activo, como agente responsable de promover el desarrollo económico y social y administrar directamente una parte de la capacidad productiva.

Este modelo de política económica privilegió la industrialización sustitutiva de importaciones, como vía para la expansión y diversificación productiva; la incorporación de los avances tecnológicos; la creación de empleo especialmente en el ámbito urbano, y el abastecimiento del consumo interno.

El balance general de esta experiencia es positivo, con avances apreciables tanto en las condiciones económicas como en las sociales. Para la región en su conjunto, el PIB global anotó un crecimiento sostenido y acelerado que aumentó de 5.1% anual en 1951-60 a casi 6% entre 1961 y 1980 y como consecuencia, el volumen global de la producción de bienes y servicios de la región prácticamente se quintuplicó en los treinta años comentados, con una proporción creciente de la producción aportada por el sector manufacturero que se expandió ininterrumpidamente

En el plano institucional, la región continuó avanzando con el establecimiento de bancos centrales y con la creación del sistema de asociaciones de ahorro y préstamo para vivienda; sistemas nacionales de planificación del desarrollo; instituciones modernas de educación superior; sistemas nacionales de ciencia y tecnología, y se reformaron los sistemas impositivos.

El desarrollo económico latinoamericano de la posguerra descansó principalmente en la formación de capital industrial como base para su impulso y sostenimiento y para transformar su estructura productiva y tecnológica. La proporción del PIB asignada a la inversión interna bruta en América Latina y el Caribe ascendió paulatina y sostenidamente de un 17.7% en promedio en 1950 al 29% en 1980. Hasta 1973 el ahorro interno creció correlativamente con la inversión, con montos acumulados de inversión y ahorro prácticamente coincidentes. Sin embargo, de 1974 a 1980 el gasto en inversión siguió aumentando a un ritmo más rápido que el ahorro, surgiendo de esto una brecha cercana al 3% del PIB anual, que fue financiada mediante la contribución de capitales externos.

No obstante estos resultados en general favorables, desde comienzos de los años setenta ese modelo de desarrollo de la posguerra comenzó a mostrar síntomas de agotamiento de su efectividad y contradicciones en la consecución de sus metas principales. El objetivo fundamental de permitir una sustitución eficiente de las importaciones no pareció cumplirse adecuadamente. La protección comercial creció excesivamente y comprometió no sólo el costo de la producción para el mercado interno, sino también perjudicó la competitividad comercial de las exportaciones latinoamericanas y condujo a una creciente vulnerabilidad de balanza de pagos. La participación de las exportaciones de la región en el comercio mundial disminuyó a 4% a comienzos de los años ochenta en comparación con un 12% en los años cincuenta. Y lo más lamentable es que esto ocurrió justamente cuando el comercio mundial crecía a un ritmo extraordinario, desperdiándose de este modo una oportunidad histórica que los nuevos países industriales del sudeste asiático sí supieron aprovechar ventajosamente.

b) La crisis económica de los años ochenta: la "década perdida"

El decenio de los años ochenta marca un verdadero primer meridiano, que delimita dos fases fundamentales del desarrollo económico latinoamericano. Por un lado se derrumbó el paradigma de desarrollo de posguerra, cuyo colapso fuera precipitado por el estallido de la crisis de la deuda externa de México en septiembre de 1982, que luego contagiara al resto de los países de la región. Por el otro se inició la búsqueda de un nuevo modelo, a partir de la aplicación de drásticas medidas de ajuste recesivo, las que más tarde serían sucedidas por programas cada vez más amplios de re-

formas estructurales y de acuerdos de refinanciamiento de las obligaciones morosas de la deuda externa. Si bien es cierto que hubo importantes diferencias entre los países en cuanto a la profundidad de la crisis de deuda y en su incidencia sobre el desempeño económico y financiero interno, así como respecto al punto de partida en el tiempo de los ajustes y reformas, también se registraron elementos característicos comunes que aquí utilizamos como puntos de referencia regional.

La crisis de deuda externa constituyó un punto de inflexión en las tendencias de crecimiento económico registradas desde la posguerra. La brusca caída de la demanda agregada en los mercados mundiales que precedió a la crisis, disparada por el aumento de los precios del petróleo, que en valor constante se multiplicaron por diez entre 1970 y 1980, se combinó con un rápido aumento de las obligaciones de pago por intereses lo que llevó a una situación de incapacidad para hacer frente a los pagos de la deuda externa que se había acumulado desde 1973 para solventar en medida creciente la inversión, el déficit fiscal y el consumo privado. La entrada neta de capitales externos que aumentó aceleradamente hasta un máximo de 5.8% del PIB en 1980-81, fue seguida finalmente por un corte completo del suministro de nuevos fondos en 1982.

Como resultado de la crisis de la deuda y de los ajustes macroeconómicos adoptados, la inversión interna bruta declinó a una tasa media anual de 1.7% en los ochenta erosionando así severamente la capacidad de crecimiento, mejoramiento tecnológico y sostenimiento del bienestar social especialmente de la población de menores ingresos. Ello explica la baja acentuada del crecimiento del PIB, a tan sólo 1.6% anual en 1980-90, y la contracción del producto *per cápita*, a razón de 0.4% por año en el mismo período. La inflación se convirtió en un mal endémico y en algunos países alcanzó proporciones de hiperinflación. La producción de manufacturas, que había liderado la expansión económica en años anteriores, pasó a una fase de semiestancamiento y de rezago con respecto al PIB global. Correlativamente, el desempleo y la pobreza urbana aumentaron a niveles críticos, representando el elevado costo social pagado por la corrección de los desequilibrios macroeconómicos de comienzos de los ochenta.

A pesar de estas circunstancias, los países de la región honraron sus compromisos de deuda. Entre 1982 y 1990 la región transfirió a sus acreedores externos una suma del orden de 230 000 millones de dólares; o sea una cifra equivalente a dos años de exportaciones, o al 50% del saldo global de la deuda acumulada hasta fines de 1982.

c) La reacción ortodoxa

El desenlace de la experiencia de la región durante lo que se llamó la “década perdida”, dejó un balance general que incluye, por una parte, elevados costos económicos y grandes sacrificios sociales y, por la otra, enseñanzas y algunos logros no despreciables que pasan a aprovecharse en esta nueva fase del desarrollo económico y social de América Latina y el Caribe. El entorno internacional de la época cambió también extraordinariamente. Entre los cambios se destacan la internacionalización de la producción y las finanzas, que hoy se asimila con la llamada “globalización”; la primacía del mercado como mecanismo rector de la asignación de los recursos económicos y, como contrapartida, el desmantelamiento del Estado omnipotente.

A partir de los ajustes económicos, un número de países cada vez mayor inició la realización de vastas y profundas reformas estructurales. La definición y contenido de las mismas refleja las ambivalencias del debate económico y político en la región en torno a la búsqueda de soluciones a la crisis de los años ochenta. Hacia fines de los años ochenta existió una cierta convergencia de criterios en América Latina, especialmente en el ámbito de las autoridades responsables de aplicar las políticas.

Las reformas estructurales, iniciadas en los años ochenta y profundizadas en los noventa por un número creciente de países de la región, se concentraron inicialmente en el combate contra la inflación y la liberalización de precios y mercados, y más tarde avanzaron a otras áreas como la financiera, cambiaria y de comercio exterior, aunque la secuencia e intensidad de las mismas varió ampliamente entre los países.

Junto con la realización progresiva de las reformas estructurales, la región dio pasos importantes para el restablecimiento de la democracia. De hecho, en todos los países de la región floreció el despertar democrático y en el transcurso de estos años se han hecho esfuerzos para fortalecer la institucionalidad democrática.

Examinemos cuál es el balance de los resultados conseguidos en el último decenio en materia de progreso económico. Primero, la estabilización de las economías constituyó un logro muy significativo. Las tasas de inflación bajaron a un dígito en la gran mayoría de los países hacia fines del período, marcando un contraste agudo con la situación de 1990.

Segundo, el crecimiento económico mejoró pero continuó siendo bajo e inestable, con una tasa media anual de solo 3.3%, que es marcadamente insuficiente para resolver las necesidades de empleo,

disminuir la pobreza e imprimir el dinamismo requerido del crecimiento a largo plazo. Además, el producto per cápita creció en esta última década a razón de sólo 1.5% anual, lo que tomaría casi 50 años para duplicar su magnitud, o sea un horizonte de progreso económico inaceptable para las generaciones actuales.

Tercero, el desequilibrio de balanza de pagos volvió a crecer a magnitudes preocupantes. En los dos últimos años el saldo de la cuenta corriente de la región en su conjunto se elevó a poco más del 3% del PIB.

Cuarto, la entrada neta de capitales externos a la región volvió a incrementarse significativamente en los años noventa, pero su trayectoria adoleció de alta volatilidad y su composición y condiciones financieras que no correspondieron adecuadamente a las necesidades del desarrollo regional. En los primeros años de la década y hasta 1993 el monto de los capitales externos ingresados a América Latina y el Caribe aumentó rápidamente, de 5 700 millones de dólares en 1989 a 68 700 millones de dólares en 1993, contribuyendo significativamente a la implantación de las políticas antinflacionarias y las reformas estructurales.

En los años siguientes la afluencia de capitales externos a la región fue altamente inestable, como reflejo de las crisis financieras de México en 1994, de los países asiáticos en 1997 y de Rusia en 1998. Los efectos de estas crisis, se propagaron a los mercados de cambio y financieros internos de varios países con gran velocidad y vastos alcances, amenazando cada vez la propia estabilidad del sistema financiero mundial. Un componente principal de los fondos ingresados a América Latina ha sido la inversión extranjera directa, que es bienvenida en general por su relativa estabilidad y sus aportes tecnológicos, de organización y conexiones de mercado. Sin embargo, su contribución se ha concentrado en los países de mayor tamaño y desarrollo económico de la región, y su asignación mayoritaria se ha canalizado a la adquisición de activos existentes, principalmente empresas estatales privatizadas y fusiones o adquisiciones de bancos y otras empresas privadas.

La experiencia puso de manifiesto la importancia de los factores externos como determinantes del crecimiento, como así también la vulnerabilidad externa de las economías de la región. La principal lección de esta experiencia es que los países son mucho más frágiles financieramente de lo que creíamos y que el impacto de las crisis financieras sobre el crecimiento y la prosperidad es una función del nivel de endeudamiento y del grado de dependencia de cada país del ingreso de capitales externos volátiles o de corto plazo. Resulta claro

entonces que muchas de las medidas de política más efectivas para el crecimiento de América Latina estarán estrechamente vinculadas a la reforma de la arquitectura financiera internacional.

2) *Las fuerzas de la globalización*

Para América Latina y el Caribe, su única opción es adecuarse a la globalización. En efecto, la globalización abre a nuestros países oportunidades de crecimiento económico y modernización tecnológica sin precedente pero también acarrea riesgos considerables. El reto es entonces aprovechar las oportunidades y procurar disminuir los efectos adversos de los riesgos y, en lo posible, evitarlos.

Los países de América Latina y el Caribe tienen por delante una difícil pero inevitable tarea a este respecto. En primer lugar necesitan: *i)* disminuir la vulnerabilidad financiera externa de sus economías, por la vía de la expansión del ahorro interno y la reducción de las brechas de financiamiento externo; *ii)* consolidar la estabilidad macroeconómica y financiera interna; *iii)* proteger la continuidad de los parámetros fundamentales de política económica; *iv)* formular estrategias de desarrollo económico global y sectorial a mediano y largo plazo que ayuden a optimizar la contribución del ahorro externo; *v)* profundizar las reformas y fortalecer los mecanismos de supervisión necesarios para mejorar la transparencia, la información y la competencia en los mercados nacionales de capital.

A esto se agrega la necesidad de fortalecer la capacidad exportadora de la región, mediante un esfuerzo extraordinario de desarrollo de sus ventajas comparativas dinámicas, diversificación de su estructura de productos y de sus mercados de destino. Una condición crucial del desarrollo exportador es alentar el aumento del contenido de valor agregado en la producción transable, de manera compatible con el mejoramiento de la productividad, a fin de disminuir en el mediano y largo plazo la incidencia del deterioro secular de los términos de intercambio. Del mismo modo la expansión y profundización de sus procesos de integración económica regional y subregional, y de los acuerdos de comercio con otras áreas geográficas, sobre la base de las premisas de la llamada "integración abierta", constituye otra vía muy importante para disminuir la vulnerabilidad externa de las economías latinoamericanas.

Pero, como Dani Rodrik ha señalado, la globalización requiere también una sólida "institucionalidad" en los países comprometidos; es decir, demanda instituciones de gobierno con capacidad para formular y administrar políticas públicas, con

visión de largo plazo así como también requiere estabilidad política, fortaleza de las instituciones democráticas y participación de los ciudadanos en las decisiones del estado. Así mismo, requiere de condiciones de confianza y previsibilidad jurídica y política, incluyendo un marco legal apropiado para el desarrollo del sector privado, protección de los derechos de propiedad, responsabilidad del gobierno, honestidad, transparencia y eficiencia en la administración del Estado. Finalmente, requiere también de mecanismos de protección social para los grupos de población más vulnerables que resulten desplazados a consecuencia de los procesos de modernización y transformación productiva, así como por las inevitables fluctuaciones del ciclo económico asociadas con la apertura de los mercados y la globalización.

III. Las ambivalencias al comenzar la primera década del siglo XXI

1) Grandes activos y difíciles pasivos

El desarrollo de los países de la región parece haber llegado al comenzar la presente década con activos importantes –democracia, estabilidad, responsabilidad fiscal y monetaria, apertura externa, profundización de la integración regional, etc.– pero también con pasivos críticos como los elevados índices de pobreza y un rezago en materia de crecimiento de largo plazo, baja integración con los mercados internacionales, bajo contenido de valor agregado de los productos exportados concentrados en un número relativamente reducido de productores, alta desocupación, reducidos niveles de ahorro e inversión interna, vulnerabilidad frente a la inestabilidad externa, aguda desigualdad de ingreso y estancamiento de la productividad.

2) El desafío de la competitividad

La coyuntura al iniciar el siglo XXI es sin duda difícil. Los volúmenes de producción yacen muy por debajo de los niveles potenciales que sería posible alcanzar en función de las disponibilidades de recursos económicos de la región y de condiciones de productividad ya conocidas. Esta situación es ciertamente lamentable por el costo de oportunidad en términos de bienestar que esto implica para nuestros países. Pero a la vez, estas circunstancias nos ofrecen un horizonte de progreso viable, y mayor aún si se hace un esfuerzo adicional de mejoramiento de la competitividad internacional de nuestras economías. Con todo, no nos llamemos al engaño, se trata de una empresa compleja y de

gran envergadura, que pone a prueba nuestra verdadera voluntad de progreso.

Cabe preguntarnos qué explica esa brecha enorme y cómo podemos recuperar oportunidades de progreso.

No necesitamos entrar en un análisis formal muy riguroso para identificar las causas principales de esa brecha. Como sabemos, la primera y más importante la constituyó la caída de la tasa de crecimiento de largo plazo que ajustada por la alta tasa de crecimiento de la población ha resultado en una reducción del producto por habitante que retrocedió 20 años. La recuperación económica de los años noventa fue en la mayoría de los países débil e inestable, y de una cuantía insuficiente para restablecer el crecimiento de los niveles de empleo, los salarios reales y la productividad de pre-crisis.

Las economías latinoamericanas confrontan un serio desafío en materia de eficiencia en sus procesos de producción y en el uso de sus recursos económicos y humanos. Mejorar la productividad es un imperativo crucial para acelerar el crecimiento económico de la región y mejorar su capacidad competitiva en los mercados externos. Y más que ello, su consecución es el verdadero *desiderátum* que se persigue con el esfuerzo económico y social colectivo. “La productividad no es todo, pero a largo plazo es casi todo”, como Krugman lo señalara. Es también por ello que en una sociedad progresista y justa se espera que los frutos del mejoramiento de la productividad retribuyan con equidad a los trabajadores, los empresarios y los dueños del capital. Veamos cuál es nuestra realidad a este respecto y en qué consiste el desafío para la región.

El rezago en la competitividad internacional de la región obedece a numerosos factores, algunos son inherentes al propio desempeño económico, a la intensidad y naturaleza de las innovaciones tecnológicas y a la eficacia de las políticas en curso. Otros factores más complejos están asociados con deficiencias en los niveles y calidad de la educación, baja productividad del trabajo, lo cual refleja una baja inversión en recursos humanos y deficiencias en la capacitación técnica y gerencial, elevado costo del capital resultante de la ineficiencia operativa y la falta de competencia en el sector financiero, deficiencias en el acceso a la infraestructura básica de energía, transporte, comunicaciones, del andamiaje institucional y su funcionamiento, la estabilidad política y la equidad social.

En la región persisten serios obstáculos económicos que frenan su crecimiento global y el mejoramiento de la productividad. Entre ellos se destaca el pertinaz estancamiento de la inversión. En los dos últimos años, por ejemplo, el coeficiente de inversión global de la región alcanzó apenas a un

20% del PIB, una proporción igual al promedio de los años ochenta en plena crisis económica, y no muy distinto al promedio de los noventa. Por cierto esto marca un contraste grande cuando se le compara con el esfuerzo de inversión realizado en los años setenta equivalente al 28% del PIB. En consecuencia, un requisito crucial para acelerar el crecimiento económico de la región en los próximos años a una tasa de 6% anual es aumentar la formación de capital productivo en medida muy considerable, similar al nivel alcanzado en los años setenta, o sea cerca de 8 puntos porcentuales adicionales del PIB. Se necesita ampliar la base del capital productivo para atender las necesidades de infraestructura económica y social, expandir y transformar la capacidad exportadora, apoyar la renovación de equipos de la empresa privada que incorporen los adelantos tecnológicos, etcétera.

Pero el desafío es aún mayor. Si aspiramos a una sociedad equitativa, debemos procurar el logro de un crecimiento económico capaz de contribuir a resolver el problema del desempleo actual y, a la vez, absorber productivamente el incremento de la fuerza de trabajo.

El retraso tecnológico en la producción regional y su gran heterogeneidad entre sectores, y entre empresas de un mismo sector, son rasgos relativamente comunes del subdesarrollo de la región. El rezago en materia de adopción, adaptación y difusión de tecnologías deja a muchas de nuestras empresas lejos de la frontera tecnológica internacional y de las "mejores prácticas" y amplía la brecha tecnológica con relación a los países industriales.

El mismo progreso tecnológico en los centros industriales ha cambiado las viejas reglas de las ventajas comparativas que ordenaron la especialización del comercio, permitiendo que los logros en productividad más que compensen las diferencias de costos causados por la abundancia (o escasez) de mano de obra o recursos naturales. Es por ello que la expansión y diversificación de las exportaciones de la región en las actuales condiciones de globalización es una meta que merece suma atención y apoyo, a fin de superar las brechas tecnológicas que castigan su productividad y competitividad internacional.

Otro factor que incide sobre la competitividad es la estabilidad económica, que supone no sólo alcanzar y mantener los equilibrios monetarios, fiscal y cambiario, sino también el mantenimiento del estado de derecho y el respeto de las leyes. En este ámbito nuestros países han hecho avances importantes en los 15 años pasados, sobre cuyas bases será posible montar el desarrollo futuro. Sin embargo, debemos reconocer que aún persisten los riesgos desestabilizadores de origen externo, con res-

pecto a los cuales carecemos de control y de la capacidad necesaria para evitarlos o contrarrestar suficientemente sus efectos.

Por ello hay que hacer esfuerzos extraordinarios dirigidos a disminuir la vulnerabilidad externa de estas economías. Además de expandir y diversificar eficientemente la estructura exportadora y de mercado, se necesita incrementar el ahorro interno y mejorar al sistema financiero. Las recientes crisis financieras internacionales han probado ser altamente virulentas y rápidas en la transmisión de sus contagios, cuyos efectos perniciosos se han hecho sentir incluso en economías de la región de alto crecimiento y estabilidad. Pero además de expandir el ahorro interno y mejorar su asignación a la inversión, para disminuir la vulnerabilidad externa ha de procurarse adecuar los montos, composición y términos financieros de las corrientes de capitales que se necesita para complementar el ahorro interno.

El reto para el desarrollo regional consiste, por tanto, en lograr un proceso de expansión y transformación económica, impulsado por el mejoramiento de la productividad. Las políticas orientadas a mejorar la competitividad procuran: *i)* promover la generación, adaptación y difusión de tecnologías; *ii)* estimular a las empresas a introducir mejoras de organización, administración y modernización productiva y tecnológica; *iii)* fomentar la inversión y la producción de bienes transables; *iv)* ofrecer oportunidades de mejoramiento tecnológico, organización y gestión a las empresas pequeñas y medianas; *v)* impulsar la modernización y expansión de la infraestructura de transportes y comunicaciones; y *vi)* mejorar la calidad de los recursos humanos, con énfasis en la formación técnica y capacitación laboral.

Para todo esto necesitamos superar las actuales restricciones de política e instrumentos de acción. Ni las potencias industriales maduras ni los nuevos países industriales de Asia impulsaron su desarrollo, modernización institucional y avance tecnológico sin una dosis importante de políticas sectoriales y estímulos específicos. ¿Por qué América Latina y el Caribe, que padece de grandes brechas de desarrollo, habría de permanecer inerte y pasiva, desperdiciando su potencial productivo y las oportunidades para saltar adelante?

3) El desafío social

Para reducir la pobreza y promover la equidad, es crucial un crecimiento estable y sostenido a largo plazo. No obstante, la causalidad es también en sentido opuesto. No habrá crecimiento económico sostenido si no hay desarrollo social. La desigual-

dad inicial en el acceso a la educación y a los activos –como, por ejemplo, a la tierra o al crédito– conduce a tasas de crecimiento bajas. La ausencia de mecanismos de protección social inhibe a los ciudadanos a asumir riesgos de mayor rendimiento económico, y contribuye al deterioro del capital físico y humano de los pobres.

Un crecimiento que no extiende oportunidades a las mayorías de la población puede llevar a interrumpir e incluso revertir las reformas económicas, propiciar el populismo y debilitar la democracia y la paz social. Los males sociales tienen también altos costos económicos, por ejemplo, los asociados a las fuerzas de seguridad para contener el crimen; o las pérdidas por deserción escolar, o por la inestabilidad familiar. El logro del desarrollo económico y social requiere adoptar políticas dirigidas a aumentar la igualdad de oportunidades, incluyendo una corrección de las condiciones iniciales de la desigualdad.

La participación e inclusión social a nivel global y local son esenciales para garantizar el crecimiento compartido y romper el ciclo perverso de la pobreza. La población debe sentirse participe y responsable de las decisiones a nivel nacional y local. La alineación conduce al descontento y a la violencia. La participación en las decisiones y en los procesos de cambio son ingredientes necesarios para mejorar la transparencia y capacidad de respuesta de las instituciones, que son claves para el desarrollo económico y social.

Todo lo anterior fue explícitamente reconocido por los señores gobernadores en el documento de la Octava Reposición.

La posibilidad de reducir la pobreza se ve particularmente amenazada por las crisis e inestabilidades económicas. En los últimos veinte años han habido más de cuarenta episodios en que el ingreso per cápita cayó más del 4% anual. Ello nos enseña que las crisis económicas golpean más a los pobres y desamparados, y que el consumo per cápita y los salarios reales de estos sectores caen fuertemente en las crisis, mientras el desempleo aumenta. Confrontar la problemática de la pobreza requiere, por lo tanto, de una estrategia general y políticas dirigidas a:

- Crear oportunidades para la inserción social y productiva de los pobres y grupos excluidos. Ello significa seguir avanzando en las reformas sociales tradicionales: educación, salud y nutrición, mejoramiento de barrios, infraestructura social en los sectores rurales, microempresa, etc. Pero significa también promover la creación de oportunidades equitativas en el acceso a los activos productivos.

- Incorporar la dimensión social en la política económica, lo que significa preocuparse por los aspectos distributivos de las medidas de política y no solamente de aquellas políticas que están directamente dirigidas a la protección de los pobres, propiciar ajustes con equidad, prevenir las crisis, etcétera.

- Establecer programas de protección social; por ejemplo, mediante transferencias en forma de becas para familias desposeídas con el fin de alentarlas a mantener a sus hijos en la escuela o como forma de aumentar sus ingresos actuales y fortalecer el capital humano de futuras generaciones.

4) *El desafío de la integración*

Tras la crisis de los años ochenta, América Latina y el Caribe fue en los años noventa escenario de una renovación intensa de la integración económica regional –en el marco del llamado Nuevo Regionalismo– sustentado por un impulso político notable.

Sin embargo, en los albores del nuevo milenio, las conmociones de la economía mundial, los desastres naturales y los problemas políticos internos han venido entorpeciendo algunos procesos regionales, especialmente los de mayor alcance. Hoy se percibe que la integración regional ha llegado a una encrucijada.

Al observar esto no olvidemos los grandes logros alcanzados, que en el decenio pasado fueron contribuciones importantes al desarrollo y a la inserción más competitiva de la región en los mercados globalizados.

- La mayor parte del comercio de bienes en la región se desenvuelve hoy libre de aranceles o conforme a calendarios de liberalización gradual ya acordados.

- El incremento del comercio regional ha aumentado extraordinariamente la interdependencia entre nuestras economías. Es significativo el hecho de que el comercio regional incluye un contenido de conocimiento más alto que el comercio extrarregional. Los mercados regionales han ayudado a absorber exportaciones que tropiezan con firmes barreras proteccionistas en el exterior, como es el caso de los productos alimenticios y textiles.

- Algunos acuerdos económicos regionales están abriendo cauce a una coordinación económica gradual y ya han facilitado negociaciones con-

juntas eficaces en foros regionales y hemisféricos.

- Hoy nuestros países impulsan activamente la integración económica con los países industrializados (algo inconcebible hace quince años), como lo demuestran el TLC, la zona de libre comercio entre el Canadá y Chile y las negociaciones para establecer acuerdos de libre comercio entre el Canadá y la CARICOM, el Canadá y Centroamérica, los Estados Unidos y Chile, la Unión Europea con el MERCOSUR y con Chile; y, por supuesto, el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA).
- El incremento del comercio intrarregional y las inversiones asociadas ha generado una demanda de iniciativas de mejoramiento de la infraestructura regional y la eliminación de las normas nacionales que entorpecían esos procesos. La iniciativa de infraestructura regional sudamericana que el año pasado lanzaron los Jefes de Estado en Brasilia –con respaldo técnico y financiero del BID, la CAF y el FONPLATA– es un testimonio de las proyecciones positivas del Nuevo Regionalismo, como lo es también el Plan Puebla Panamá, anunciado hace algunos días en la ciudad de México, con respaldo del BID y del BCIE.
- El regionalismo y los intereses comunes de los gobiernos han ayudado a la creación de redes solidarias para consolidar la paz y el desarrollo en nuestras fronteras y la democracia. Las cláusulas democráticas de los instrumentos del MERCOSUR y la Comunidad Andina han inspirado la consideración de compromisos similares en las cumbres hemisféricas.

Ante una lista de logros tan amplia y significativa, ¿a qué obedece la sensación de que la integración regional pierde impulso?

Tanto la puesta en marcha de nuevos acuerdos de integración como el mantenimiento de los acuerdos vigentes resultan afectados por los cambios de gobiernos, las perturbaciones externas y la competencia comercial externa. Abundan en nuestra historia iniciativas con inicios promisorios que luego fracasaron. Al cabo de una experiencia de casi diez años, quizá la etapa “fácil” del Nuevo Regionalismo de América Latina y el Caribe se haya agotado, y en el futuro se necesite una visión política más audaz que respalde compromisos colectivos más profundos. En los años noventa se ha hecho una gran inversión política para llegar a los acuerdos colectivos regionales, los cuales han ren-

dido excelentes dividendos. Perder esa inversión sería trágico. Las principales exigencias que tenemos son las siguientes:

- *Eliminación de las barreras no arancelarias.* A medida que se eliminan las barreras fronterizas o arancelarias, las trabas no arancelarias afloran como una segunda y significativa serie de obstáculos al comercio y las inversiones. Esto, sumado a normas en los mercados nacionales, hace que su remoción sea una tarea política difícil, que repercute más directamente en el orden interno. Sin embargo, la permanencia de esos obstáculos limita los posibles beneficios de la integración regional y aumenta los costos económicos y políticos de emprender nuevas iniciativas.
- *Mecanismos transparentes para la solución de conflictos.* El comercio y las inversiones intrarregionales deben oficiar como padrinos de la transformación económica. A medida que crece el comercio entre estos países surgen nuevas controversias, como ha podido observarse en el comercio transatlántico. Aun los mejores socios comerciales pueden caer en agrias disputas por pequeñas fracciones en su comercio. Es importante, entonces, contar con mecanismos formales y transparentes para la solución de controversias, la protección contingente y la regulación del mercado regional.
- *Liberalización de los servicios comerciales.* La aceleración del progreso en la liberalización de los servicios es esencial para la profundización de la integración. El objetivo es conseguir una mayor especialización y eficiencia en los sectores de servicios, los que condicionan a su vez la eficiencia de la producción y comercialización de bienes.
- *Cooperación macroeconómica y monetaria.* La creciente coordinación macroeconómica y monetaria a fin de atenuar situaciones de inestabilidad. El primer objetivo en esta área consiste en la convergencia de los países en torno a posiciones macroeconómicas sustentables, que impriman previsibilidad a las relaciones económicas intrarregionales y promuevan más comercio regional y mercados más vastos. Más adelante este objetivo podría combinarse con una mayor cooperación macroeconómica y monetaria.
- *Modernización institucional.* Una mayor profundización de la integración plantea también la necesidad de que América Latina y el Caribe cuente con una institucionalidad moderna y con per-

sonal mejor capacitado. Se requieren instituciones eficientes para supervisar el respeto a los derechos y las obligaciones y asegurar una manifestación equitativa de la voluntad política y la distribución pareja de los beneficios entre los socios.

- *Intangibles.* Para profundizar la integración, es esencial contar con tres elementos adicionales, a saber: *i)* visión y compromiso político, especialmente del país del mercado dominante; *ii)* un compromiso colectivo con la igualdad en la distribución de los beneficios y los costos entre los países socios, así como con el fomento de una mejor distribución dentro de los países; y *iii)* la comprensión del público, su participación y su identificación con el proceso de integración.
- *Más reformas estructurales.* El papel de la integración como proceso preparatorio de la globalización exige que los países miembros cumplan con todas las obligaciones emanadas de la Ronda Uruguay, y planifiquen una mayor liberalización unilateral y gradual como parte de las reformas estructurales en curso.

El ALCA configura un importante telón de fondo para nuestro proceso de integración regional, que ha de pasar a primer plano en el 2005. El ALCA ha avanzado en forma sostenida desde 1995, primero con una auspiciosa etapa preparatoria y luego con interdependencia en el seno de las asociaciones regionales exige una mayor negociaciones bastante adelantadas que han resultado en propuestas de acuerdos preliminares que serán sometidos a la consideración de los ministros de comercio el mes próximo, en Buenos Aires.

Todos debemos sentirnos orgullosos de este progreso, como uno de los resultados más importantes de las cumbres hemisféricas. Esto no habría sido posible sin el compromiso político de los 34 gobiernos y la dedicación aplicada y costosa, desde el punto de vista fiscal, de las delegaciones que han negociado casi constantemente en la Secretaría del ALCA.

Como manifesté a los ministros de comercio reunidos en Toronto en noviembre de 1999, si bien aguardamos la consecución de un acuerdo para el año 2005, el proceso del ALCA ha rendido beneficios tangibles e importantes desde su comienzo. Entre ellos se destacan la creación de un espíritu de cooperación entre nuestras dependencias comerciales, que ha facilitado acuerdos bilaterales en otros campos; el aumento de la transparencia en las normativas relacionadas con el comercio hemisférico y las estadísticas comerciales; importantes

medidas facilitadoras de las transacciones, especialmente en cuanto a los procedimientos aduaneros; la promoción de una comunidad empresarial hemisférica; y la experiencia en muchos aspectos complejos del comercio regional y de la OMC.

Empero, el resultado esencial por todos esperado es la consecución de un acuerdo en el año 2005. Este debe impulsar la liberalización del comercio en los ámbitos en que la región posee ventajas comparativas –la agricultura, por ejemplo– y en los que existe interés especial por parte de los socios más desarrollados, como son los servicios. Un resultado importante del acuerdo es la modernización institucional que propicie la competencia, la atracción de inversiones extranjeras y la adopción de disciplinas e instituciones relacionadas con el comercio. Todo esto encuadrado en un marco de derechos y obligaciones que asegure un acceso más estable a los mercados, no sólo en nuestra región y América del Norte, sino también las subregiones.

¿Cuál será el efecto del ALCA sobre los acuerdos existentes en las regiones? Es indudable que el ALCA absorberá algunos acuerdos cuyos objetivos son limitados, lo que no sería necesariamente malo porque ayudaría a armonizar mejor las normas comerciales en el hemisferio y a reducir el efecto de distintos acuerdos y normativas en la región. Los acuerdos más sólidos y profundos deberían coexistir con el ALCA. De allí la urgencia de profundizar significativamente los acuerdos que se destacan por el compromiso político y la importancia económica. De hecho, el propio ALCA puede respaldar indirectamente tal profundización, sentando una base de disciplina más sólida en que apoyar los acuerdos regionales actuales.

Debemos recordar, además, que el ALCA y los acuerdos subregionales son muy diferentes. El ALCA es como un hipermercado para una vasta clientela hemisférica, mientras que la integración subregional responde más a las necesidades locales. Los servicios ofrecidos por los proveedores hemisféricos y los regionales son esenciales para que nuestros países respondan con éxito a los desafíos de desarrollo, equidad y buena gobernabilidad en un mundo globalizado.

Por consiguiente, es razonable prever que algunos países y bloques tomen una vía estratégica de integración regional doble, o aún múltiple. Esto implica que los países y bloques de América Latina y el Caribe no limiten sus horizontes a la región o al hemisferio, sino que procuren activamente llegar a acuerdos con la Unión Europea y con países de Asia, mientras aguardan otra ronda de negociaciones en el ámbito de la OMC.

Las perspectivas de concreción del ALCA en el año 2005 son buenas. La negociación ha avanzado

e, inclusive, algunas delegaciones respaldan un adelanto del plazo de cierre de las mismas. Pienso que más importante que apresurar un cierre formal, es seguir avanzando con la mayor rapidez posible las negociaciones con base en los procedimientos acordados, y asegurar al mismo tiempo que las negociaciones superen los problemas de fondo para alcanzar un acuerdo balanceado.

5) El desafío institucional y democrático

Pese a los avances institucionales y democráticos experimentados en los últimos años, aún subsisten dificultades, limitaciones y precariedades que definen los desafíos que nuestra región enfrentará en esta década. La alentadora vigencia de un panorama democrático en la región no oculta la debilidad de las instituciones en cuanto a su eficacia y credibilidad. El ambiente político, institucional y normativo manifiesta características que limitan su capacidad de servicio y respuesta a las necesidades de los ciudadanos e inhiben el ahorro, la inversión y el crecimiento económico de los países.

A medida que se ha avanzado en las reformas económicas, los países de nuestra región han comprobado que el funcionamiento del mercado a veces tropieza con la estructura tradicional de las instituciones estatales, con las precarias modalidades de gestión estatal, con la falta de adecuación de las políticas públicas, con la obsolescencia de los ordenamientos jurídicos, con las debilidades de los sistemas de control y balance democrático, y con las limitaciones en los procesos y las instituciones de participación cívica, de negociación y de consenso.

A ese déficit institucional y democrático que aún subsiste en nuestra región, se une la noción de que la democracia es una condición básica del desarrollo. Sin un sólido Estado de Derecho democrático es impensable que puedan existir las instituciones que el mercado requiere para operar con eficiencia, y que se pueda tener un Estado que cumpla apropiadamente con sus responsabilidades básicas de promover la competencia, la justicia y la equidad, y disminuir la brecha en nuestras sociedades entre aquellos que se encuentran a la vanguardia y los de la retaguardia.

Nuestra historia y la de los países desarrollados nos enseña que la efectividad de las intervenciones del Estado no depende sólo de su capacidad técnica e instrumental, sino también de la condición esencial de que tengan la autonomía con relación a intereses de grupos particulares o corporativos y de que busquen el bien común. En un sistema democrático las políticas públicas tienden a agregar, procesar y responder mejor a las demandas de los ciudadanos. Por otro lado, es posible hacer a los

gobernantes responsables de sus actuaciones. En un régimen democrático tampoco se esperan cambios dramáticos en las reglas del juego fundamentales sin el beneficio del debate democrático de los representantes de la sociedad toda, y por ello se puede contar con el ambiente de seguridad y de confianza política y jurídica que hagan posible un esfuerzo sostenido de ahorro e inversión. Sólo así será posible asegurar que exista un amplio consenso para definir y llevar a cabo políticas que sean de Estado y no simplemente de gobierno, y que proporcionen un sentido de dirección y continuidad.

La consolidación institucional y democrática también requiere contar con una sólida capacidad de gestión pública tanto de los gobiernos centrales, como fundamentalmente de los gobiernos locales, quienes han asumido en los últimos tiempos responsabilidades cada vez mayores en el suministro de servicios a la población.

Por lo anterior, no es de extrañar que en los últimos años se haya fortalecido el consenso en torno a la importancia de las instituciones democráticas para impulsar una sólida política de desarrollo sostenible y equitativo. Este reconocimiento ha ensanchado el ámbito de acción de la cooperación internacional para el desarrollo en los temas de gobernabilidad, y debemos decir, con legítimo orgullo, que el Banco ha estado a la vanguardia de ese movimiento del pensamiento y práctica del desarrollo. A partir de la Octava Reposición de Recursos hemos venido apoyando a los países de la región en los esfuerzos por consolidar el sistema democrático; respaldando financiera y técnicamente proyectos de reforma judicial, de modernización de los parlamentos, y de fortalecimiento de los organismos de supervisión y control, entre otros campos del fortalecimiento democrático.

IV. Los interrogantes frente a la insuficiencia de los logros económicos y sociales

1) ¿Han fracasado las reformas?

Ante la insuficiencia de los logros alcanzados con las reformas emprendidas en los últimos años, no debe sorprendernos que las encuestas de opinión pública expresen desencanto, frustración y muchas veces enojo. En particular, estos ejercicios muestran que la población percibe como problemas importantes el desempleo, el empleo precario, la inseguridad económica y la vulnerabilidad frente a las crisis económicas, la escalada de la violencia –incluyendo la doméstica– y el crimen, la falta de acceso a servicios básicos, el aislamiento por falta de infraestructura en los sectores rurales, la desin-

tegración familiar que resulta de la migración rural-urbana e internacional, y la desconfianza en las instituciones del Estado. Ante esta realidad resulta inevitable hacerse preguntas como las siguientes: ¿Han fracasado las reformas? ¿Es el decepcionante comportamiento económico de la región una consecuencia inevitable de la globalización? ¿Debemos construir un nuevo paradigma que guíe las relaciones Estado-Mercado?

Estos son temas de fondo y por ende vale la pena que hagamos algunas reflexiones a manera de guías para el debate.

La primera es reconocer que conocemos los costos de las reformas, pero no los de su ausencia. Al respecto, el Banco ha estimado que sin las reformas el potencial de crecimiento anual promedio del PIB regional sería casi un 2% inferior al actual.

La segunda es recordar que no todos los países de la región han demostrado ser igualmente vulnerables a las turbulencias de los mercados comerciales o financieros internacionales. Esas diferencias permiten extraer lecciones relevantes sobre cómo diseñar mecanismos más eficientes de protección externa.

La tercera es observar que nuestros países han aprendido de la experiencia y están ensayando nuevas formas de superar tanto las fallas de los mercados como las de los gobiernos. Estas nuevas formas se fundamentan en el reconocimiento de que el Estado desempeña un papel clave tanto para contribuir a expandir los mercados como para permitir que la ciudadanía capture los beneficios privados y sociales del funcionamiento eficiente de los mismos.

2) Una agenda para la acción colectiva

¿Cuáles son los grandes temas que configuran la agenda del desarrollo de nuestros países? No obstante la gran diversidad de condiciones entre países, el panorama general del desarrollo económico y social de la región tiene rasgos comunes. De este cuadro pueden destacarse cinco grandes áreas de vulnerabilidad.

a) La pobreza

La región debe asignar la más alta prioridad al combate contra la pobreza y los altos índices de desigualdad, desempleo y exclusión que caracterizan a nuestros países. Confrontar estos problemas requiere diseñar estrategias integrales dirigidas a: *i)* crear oportunidades económicas para los pobres; *ii)* atacar las desigualdades estructurales en la distribución de activos, y *iii)* aumentar el acceso de los pobres a la infraestructura económica y social. Una

estrategia integral debe contemplar mecanismos para reducir la incidencia sobre la población pobre de situaciones catastróficas asociadas con enfermedades, desastres naturales, crisis económicas, y violencia, así como iniciativas que respondan a las necesidades y prioridades de la población pobre; promuevan la inversión en capital social; y combatan la exclusión social y política de las poblaciones indígenas y afrolatinas.

b) Competitividad

América Latina y el Caribe necesitan incrementar substancialmente su ritmo de crecimiento para poder dar respuesta a la pobreza y a las necesidades de empleo y progreso social de su población. Para confrontar este desafío formidable los países necesitan acrecentar su capacidad de competir internacionalmente explotando las ventajas que se derivan de los recursos de que disponen. Ello significa continuar y profundizar las reformas para el fortalecimiento de los sistemas financieros, los sistemas educativos y de capacitación para el trabajo, los sistemas nacionales de innovación y de los mercados laborales. Significa asimismo promover el desarrollo del sector privado, de la micro, pequeña y mediana empresa, invertir en infraestructura y promover una cooperación económica regional ampliada.

En este contexto debemos reconocer el papel que ha venido desempeñando el Fondo Multilateral de Inversiones para contribuir al desarrollo del sector privado en toda la región y acelerar el ritmo de crecimiento económico y el desarrollo social de los países miembros regionales, basado en políticas económicas sanas y en la expansión de la inversión privada. Es prudente entonces comenzar a considerar la necesidad de dotar al Fondo de los recursos para continuar apoyando las tareas inconclusas en pro del desarrollo de economías de mercado de amplia base.

c) Buen gobierno

No será posible definir y ejecutar políticas y programas apropiados para el crecimiento, la reducción de la pobreza y la estabilidad macroeconómica, y para aumentar la integración social interna, en condiciones de debilidad político-institucional. La modernización del Estado, entendida como el aparato político-institucional de nuestros países es, por lo tanto, una tarea ineludible. La fragilidad de nuestras instituciones del Estado, así como de la sociedad civil constituyen hoy el verdadero talón de Aquiles de nuestros esfuerzos en pro del desarrollo. Superar esta vulnerabilidad signifi-

ca: seguir impulsando los esfuerzos de los países por fortalecer la capacidad de gestión macro y microeconómica de los gobiernos; continuar las reformas judiciales y el fortalecimiento de los órganos legislativos; mejorar la gestión de los gobiernos locales; promover el diálogo social, la convivencia y la seguridad ciudadana; y significa también luchar contra la corrupción y en favor de la transparencia. Al respecto, cabe mencionar el empeño del Banco por respaldar los esfuerzos regionales encaminados a controlar la corrupción, así como las iniciativas de la Institución en este sentido, que se han plasmado en la nueva política de combate a la corrupción recientemente aprobada por el Directorio.

d) Vulnerabilidad externa

La vulnerabilidad externa de nuestros países se deriva de los niveles relativamente modestos del ahorro interno, de la fragilidad de los equilibrios fiscales del sector público consolidado, de las deficiencias en la regulación y supervisión financiera, del excesivo grado de concentración de nuestras exportaciones, y de la alta dependencia con respecto a los precios de los productos primarios. Una forma de confrontar esta vulnerabilidad es seguir fortaleciendo los esfuerzos de integración. Ello significa alcanzar un mayor grado de cooperación entre nuestros países con el fin de orientar sus políticas de desarrollo “hacia una mejor utilización de sus recursos, en forma compatible con los objetivos de una mayor complementariedad de sus economías”.

e) El medio ambiente

Sin duda alguna, uno de los grandes desafíos de la región es el de la gestión de sus recursos naturales de una forma consistente con el crecimiento económico, la equidad social y la sustentabilidad ambiental. América Latina y el Caribe es uno de los más importantes productores de productos agroalimentarios, forestales, pesqueros y mineros del mundo. El uso racional de estos recursos requiere la aplicación de políticas públicas orientadas a posibilitar su manejo sustentable, y una visión estratégica que permita su utilización como plataforma de transformación productiva. Para dar respuesta a estos cinco retos se hace necesario formular y ejecutar políticas de desarrollo orientadas a:

- Asegurar el mantenimiento de un entorno favorable para la acción de los mercados, la creatividad y la transformación productiva, así como una distribución equitativa de los frutos del crecimiento económico.

- Orientar la acción de los agentes económicos y sociales, identificando objetivos de largo plazo, incluyendo metas de reducción de la pobreza, y proponiendo una visión estratégica para la acción coordinada del sector privado, la sociedad civil y el Estado.
- Enfrentar, de ser necesario, las externalidades que impidan el comportamiento óptimo de los mercados.

3) El Banco Interamericano de Desarrollo

Los cambios acontecidos en las economías de nuestros países prestatarios en la última década y los que se derivan de las demandas planteadas hoy por parte de los gobiernos y de la opinión pública, presentan grandes retos para nuestra institución al comienzo de este nuevo siglo. Nuestra propuesta para hacer frente a estos retos, discutida en detalle en el documento que presentamos al Comité de la Asamblea de Gobernadores el día de ayer, resume las siguientes diez conclusiones:

- La actual discusión internacional sobre el papel de los bancos multilaterales de desarrollo es oportuna y necesaria. En ella, el Banco debe asumir posiciones claras para que los gobernadores puedan participar activa y constructivamente en ese debate.
- La revisión del papel del Banco debe ser consecuente con el cambio experimentado por los países miembros en la pasada década en sus estructuras económicas y sociales, así como de los efectos de la internacionalización de las economías de la región. Todo ello ha generado renovadas demandas sobre la acción del Banco.
- La revisión de objetivos sobre los que podría construirse una nueva agenda de cooperación deberá basarse en la ratificación de los objetivos ya señalados por los gobernadores en la Octava Reposición, y en la profundización de algunos de los mismos en áreas vinculadas a las nuevas realidades y demandas de los países.
- El objetivo de ataque frontal a la pobreza, articulado en la Octava Reposición, deberá seguir siendo el tema central de nuestra acción como parte de una ambiciosa agenda de desarrollo social que abarque tanto los esfuerzos en favor de una mayor igualdad de oportunidades de empleo, así como la inclusión de los segmentos sociales excluidos del progreso económico y social.

- El objetivo de la modernización de las instituciones públicas y privadas de la Octava Reposición tiene su nueva visión en los problemas de gobernabilidad y de competitividad. El “buen gobierno” es un objetivo inescapable de cualquier cambio estructural de nuestros países y su política de desarrollo. La competitividad es un instrumento fundamental del crecimiento económico de mayor y mejor calidad, sin el cual sería imposible asistir a un auténtico desarrollo social.
- La “integración” está en el centro mismo de la labor del Banco y es hoy un objetivo fundamental, tanto de la acción individual como colectiva de los países de la región. Este objetivo debe tener una alta prioridad en las políticas de cooperación institucional.
- El medio ambiente deberá continuar inspirando la construcción de una agenda integral de desarrollo sostenible para los países de la región.
- Los nuevos frentes de acción del Banco que se derivan de las consideraciones anteriores deben ser focalizados, preservados y priorizados por los gobernadores.
- El Banco ya dispone de un conjunto de instrumentos para su acción que surge de los mandatos de los gobernadores. Una efectiva flexibilización de los mismos por parte del Directorio es altamente deseable. Naturalmente esta flexibilización debería ir acompañada de mecanismos apropiados de evaluación de resultados por parte de la Administración.
- En todo este ejercicio deben tenerse especialmente en cuenta las ventajas comparativas de una institución como la nuestra que cuenta con

más de cuarenta años de presencia en la región. Esas ventajas incluyen el sentimiento de pertenencia de los países prestatarios para con el Banco; el contacto permanente, franco y abierto del Banco con los gobiernos y los actores del proceso de desarrollo –públicos y privados–; el compromiso fundacional con los temas sociales, la integración, etcétera.

El Banco, en consulta con sus países miembros, siempre ha encontrado respuestas innovadoras a los retos que ha enfrentado. Esperamos que este listado sirva como punto de partida para las reflexiones de su Directorio y del Comité de su Asamblea de Gobernadores, quienes deben guiar a nuestra Institución para responder a los retos que ésta enfrenta hoy. La meta que debemos perseguir es clara: identificar los cambios institucionales que conduzcan al Banco a satisfacer mejor las necesidades de desarrollo de los pueblos de América Latina y el Caribe.

Señores gobernadores, estamos hablando de los mismos pueblos y la misma tierra evocados con admiración por uno de los hijos pródigos de estirpe universal que Chile le ha dado al mundo. Cómo no recordar aquí los versos del ilustre Pablo Neruda cuando nos decía:

*Américas purísimas,
tierras que los océanos
guardaron
intactas y purpúreas,
siglos de colmenares silenciosos,
pirámides, vasijas,
ríos de ensangrentadas mariposas,
volcanes amarillos
y razas de silencio,
formadoras de cántaros,
labradoras de piedra.*

Sistema financiero latinoamericano: reformas de segunda generación*

*Norberto Zúñiga
Eduardo Lizano*

I. Introducción

Durante la década de los noventa los países latinoamericanos alcanzaron una importante estabilidad y aceptables tasas de crecimiento económico. Estos resultados fueron fruto de las sanas políticas macroeconómicas adoptadas y las acciones orientadas al mercado. Sin embargo, la evolución de los principales indicadores sociales parecieran no haber estado en consonancia con los logros macroeconómicos. Los niveles de empleo formal, las remuneraciones de los menos capacitados, las tasas de pobreza y distribución del ingreso no mostraron mejorías significativas.

Para lograr un círculo virtuoso entre crecimiento económico sostenido y de alta calidad, cuyos beneficios se extiendan a toda la sociedad, se recomienda la adopción de reformas institucionales, también conocidas como de segunda generación. Si bien existe consenso sobre la importancia de contar con sanas instituciones sociales, políticas y económicas, su efectiva instrumentación es muy compleja. En muchos de los casos su diseño está en función de los diferentes niveles de desarrollo, características específicas de cada país y necesidades políticas, sociales y culturales.

Este artículo analiza el papel de las reformas de segunda generación en el desarrollo de los países latinoamericanos, con particular énfasis en el sistema financiero. Similar a otros campos donde existen problemas de información asimétrica y dificultades para el cumplimiento de los contratos, el reto principal consiste es aprovechar las lecciones

acumuladas en los esfuerzos para alcanzar el desarrollo. Estas experiencias indican la conveniencia de analizar la formulación de agendas nacionales que incluyan diagnósticos, etapas intermedias y metas más realistas, con participación de la sociedad.

II. Reformas de primera generación

Para enfrentar los problemas económicos surgidos como consecuencia de la crisis de principios de los ochenta, la mayoría de países latinoamericanos centraron su estrategia en la adopción de políticas de disciplina fiscal, liberalización de comercio y regímenes de inversión, desregulación de mercados domésticos y privatización de empresas públicas. De manera simplificada esas acciones forman parte de lo que se ha dado en llamar como el Consenso de Washington¹ o reformas de “primera generación”.

En el fondo la estrategia consistió en alcanzar la estabilidad macroeconómica y eliminar los elementos básicos del modelo de desarrollo proteccionista, a fin de alcanzar los beneficios potenciales del comercio global y los flujos financieros. Se esperaba que los flujos de capital y el crecimiento de las exportaciones estimularan el desarrollo de los sectores intensivos en mano de obra. Esto, a su vez, incrementaría el empleo y los salarios reales y, consecuentemente, reduciría la pobreza.

¹ En términos más estrictos Williamson (1990), menciona que el Consenso propuso diez instrumentos de política, los cuales identifica como: disciplina fiscal; prioridades de gastos públicos en educación y salud; reforma tributaria; positiva pero moderada tasas de interés determinadas por el mercado; tipos de cambio competitivos; políticas de comercio liberales; apertura a inversión extranjera directa; privatización; desregulación; y protección a los derechos de propiedad.

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el presente artículo de N. Zúñiga, asesor económico, y E. Lizano, presidente, ambos del Banco Central de Costa Rica. Los puntos de vista de este documento son los de los autores y no representan la posición oficial del Banco Central de Costa Rica, septiembre de 2000.

Los diferentes estudios realizados han concluido que gracias a dichas políticas, muchas de las naciones lograron avances importantes en estabilidad y crecimiento económico. Sin embargo, los países no lograron avances significativos en cuanto a la pobreza y la desigualdad. En muchos de ellos los problemas de distribución del ingreso no mejoraron y en otros se deterioraron. Como consecuencia, las tasas de pobreza se han mantenido muy elevadas. El incremento en la demanda de trabajo se produjo fundamentalmente en el sector informal y, en algunos casos, el desempleo formal más bien aumentó. Además, se han acrecentado las diferencias entre los salarios de los trabajadores capacitados y los no capacitados. A la par de ello, la inseguridad económica y la volatilidad del ingreso se han incrementado.

Los cuestionamientos de la estrategia de desarrollo se acrecentaron con la crisis financiera internacional y principalmente con los pobres resultados observados en América Latina y el Caribe, durante 1999. Si bien, durante ese año la inflación continuó descendiendo, gracias a una mayor estabilidad cambiaria y mejores políticas fiscales y monetarias, el producto interno bruto (PIB) promedio total de la región creció apenas un 0.4% y el per cápita se contrajo un 1.2%. Este resultado se atribuye, en mayor medida, a la recesión experimentada por la mayoría de países de América del Sur, pues México, Centroamérica y el Caribe lograron tasas de crecimiento positivas, gracias a sus exportaciones a Estados Unidos.

En realidad los problemas de pobreza y distribución del ingreso en América Latina no son propios de la adopción del nuevo modelo. Como apunta un estudio del Banco Mundial (1993), ese ha sido un problema crónico de esta área, pues en 1980 la región tenía la peor distribución del ingreso en el mundo y una alta incidencia de pobreza. Esta situación empeoró con la crisis de la deuda, pues en muchos países el número de personas viviendo por debajo de ciertos niveles de ingreso aumentó después de 1982. Sin embargo, la situación no ha mejorado como consecuencia del nuevo modelo y las expectativas, por lo demás exageradas con frecuencia, no se han cumplido.

Para este año el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta una menor inflación y un crecimiento del PIB regional de un 4% (2.5% el per cápita), gracias a la recuperación de la economía mundial. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), estima que al final del año Chile, Perú, Costa Rica, México, Nicaragua y la República Dominicana crecerán más de un 4%, mientras que Argentina, Colombia, Ecuador y Venezuela experimentarán, en promedio, un crecimiento cercano

a 2%. Para 2001, el FMI proyecta, por un lado, un aceleramiento del crecimiento en la región (4.7%), conforme se reactive la demanda interna y, por otro, una menor inflación como consecuencia de la prioridad otorgada a la estabilización macroeconómica y financiera.

No obstante esas favorables expectativas, los últimos reportes y declaraciones públicas dejan entrever una creciente preocupación. Según el más reciente informe de desarrollo humano, difundido en el mes de agosto, en América Latina el panorama no es alentador dadas las tendencias que muestra la incidencia de la pobreza. Así, contrario a lo sucedido en Asia, el crecimiento de las inversiones extranjeras directas y las exportaciones, no se refleja, de manera significativa, en el crecimiento económico, el progreso social, la reducción de la pobreza y la disminución de la desigualdad.

En una entrevista reciente, el presidente de Chile, Ricardo Lagos, manifestó que la mayor parte del impulso generado por las políticas del Consenso de Washington, parece haberse agotado. Han sido satisfactorias, pero insuficientes. En efecto, la pobreza en la región se mantiene alta y los servicios públicos, como la educación y la salud, están deteriorándose rápidamente, debido a las restricciones presupuestarias, la mala gestión y, en algunos casos, la corrupción. En general, la distribución de la riqueza continúa siendo muy similar a la de una década atrás. Esto ha debilitado el apoyo político de los distintos sectores sociales para proseguir con las reformas. "Si bien muchos países han hecho la tarea, el Consenso de Washington no es suficiente. Para que una nación sea competitiva en el mundo, debe tener cohesión social."

Cuadro 1

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, 1996-2001

(En porcentajes)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Crecimiento PIB	3.6	5.4	2.1	0.4	4.0	4.7
Inflación (IPC)	21.4	13.0	9.8	8.8	7.7	6.4

FUENTE: Fondo Monetario Internacional, abril de 2000.

III. Reformas de segunda generación

Ante este panorama, la pregunta clave que enfrentan los países es descifrar los pasos adicionales que deben seguirse para aumentar la complementariedad entre las reformas tendentes a recobrar la estabilidad y el crecimiento y, aquellas otras, conducentes a mejorar la equidad en el largo plazo. Di-

versos estudios (es decir, *The long march*) concluyen que para lograr ambos objetivos, de manera simultánea, es necesario adoptar un conjunto de reformas adicionales. Pero, ¿qué tipo de políticas?, ¿es factible profundizar las políticas de primera generación?, ¿o además deben complementarse con otras acciones?

Las reformas sugeridas últimamente tienden a fortalecer aspectos adicionales a los contemplados en el Consenso de Washington. Se ha identificado la necesidad de enfocarse en mejorar la calidad de inversión en el desarrollo humano, propiciar mercados financieros sanos y eficiente, fortalecer el ambiente legal y regulatorio (mercados de trabajo y de inversión privada en infraestructura y servicios sociales), elevar la calidad del sector público, incluyendo la judicial y consolidar las ganancias en estabilidad macroeconómica mediante el fortalecimiento fiscal. Aunque estos aspectos no han estado del todo marginados en las políticas de los gobiernos, no tuvieron el apoyo deseado y es necesario poner mayor énfasis en ellos.

En el fondo, las reformas propuestas son más de carácter "institucional", pero en un sentido muy amplio. Algunos autores han expresado que, con excepción de la protección de los derechos de propiedad, las recomendaciones de política del Consenso de Washington dieron poco apoyo al papel de los cambios en las instituciones para acelerar el desarrollo económico y social de la región. Según Williamsom (1990), en la práctica este aspecto mostró muy poco mejoramiento y logros muy exigüos. Más bien las políticas se centraron en aspectos esencialmente macroeconómicos y de liberalización.

En este contexto, el término instituciones se refiere a las reglas que moldean el comportamiento de las organizaciones y los individuos en la sociedad. Pueden ser formales (constituciones, leyes, regulaciones, contratos, procedimientos) o informales (valores y normas). Los cambios en las instituciones se refieren a la modificación de las reglas que determinan los incentivos (sin utilizar los precios) para propiciar el adecuado comportamiento de individuos y organizaciones. Específicamente, las recomendaciones apuntan a cambiar las reglas de cuatro sectores claves (finanzas, educación, justicia y administración pública), los cuales parecerían presentar problemas de información asimétrica y de cumplimiento (*enforcement*).

Aportes más recientes definen las reformas de segunda generación de modo más amplio y complejo. De acuerdo con el presidente del Banco Mundial, James Wolfensohn, también deben contribuir a responder los dilemas de cómo alcanzar consenso en una sociedad para reformar su estructura y diseñar el modelo de desarrollo que deseen.

Otros, como Dani Rodrik, de la Universidad de Harvard, Moises Naim, editor de *Foreign Policy*, sostienen que teóricamente deben abarcar aspectos relacionados con la flexibilidad y respuesta de los gobiernos, la reducción de los costos de azar moral, la honestidad de los gobernantes, el grado de apertura legislativa, la transparencia de los sistemas regulatorios, la preparación y remuneración de los funcionarios públicos y hasta el compromiso oficial de atacar la corrupción.

En lo que respecta al sector financiero el papel que desempeñan las instituciones es esencial, especialmente por la relevancia de los temas de información, los problemas de agencia, los costos de transacción y los derechos de propiedad. Si bien en estos momentos existe consenso sobre la importancia de contar con un adecuado marco institucional para el buen funcionamiento de los mercados financieros, el gran reto es cómo alcanzarlo. Un importante componente de los mercados financieros en los temas de incentivos e instituciones están relacionados con la red de seguridad en los sistemas bancarios, incluidas las facilidades de prestamista de última instancia, seguro de depósitos, requerimientos de capital, supervisión y políticas de cierre. La definición de estos esquemas entrañan serios problemas de principal y agente, cuyo diseño debe neutralizar.

IV. Importancia del sistema financiero

Desde hace muchos años, diversos estudios empíricos han demostrado la relevancia del buen desempeño de los mercados financieros para estimular el crecimiento económico de mediano plazo. El impacto positivo se manifiesta principalmente gracias al aumento de la eficiencia en el uso de los recursos productivos. Estos efectos se transmiten de varias formas: facilitando el comercio, la diversificación y la administración de riesgos; movilizandolos ahorros y asignándolos a la inversión; monitoreando y controlando el manejo administrativo de las corporaciones; permitiendo al mercado valorar las empresas de acuerdo a su desempeño para facilitar el intercambio de bienes y servicios entre compradores y vendedores.

En contraste con lo anterior, los sectores financieros endeblen constituyen una amenaza no sólo para la estabilidad macroeconómica, sino también para el crecimiento económico y la distribución del ingreso. Las dificultades macroeconómicas pueden presentarse de una variedad de formas:

- Ineficiente distribución del crédito, pues, por ejemplo, bancos descapitalizados podrían verse

tentados a prestar excesivamente en proyectos riesgosos (riesgo moral).

- Restringe la política económica, debido a que las autoridades podrían contenerse de restringir el crédito, aun siendo necesario para lograr la estabilidad, por temor a afectar la salud financiera de los bancos.
- Induce cambios significativos en favor de los activos externos, lo cual ejerce presión sobre la demanda doméstica. Si la pérdida de confianza es generalizada, podría presentarse aun una crisis de balanza de pagos.
- Provoca altos costos fiscales, especialmente cuando ocurre una crisis financiera. En muchos países latinoamericanos (Argentina, Chile, Colombia, Venezuela, México, Brasil y Jamaica) los costos en términos del PIB han sido muy elevados.

El impacto en el crecimiento económico de un sistema financiero frágil, se manifiesta también de una variedad de formas, entre otras, reducción de los niveles de ahorro interno; disminución de la inversión y su eficiencia; aumento de los márgenes de intermediación financiera; poca diversidad de servicios financieros; mayor inestabilidad macroeconómica; efectos generalizados en todas las actividades. Los efectos en la distribución del ingreso, por su parte, se perciben tanto de manera directa como indirecta. Directamente, al restringirse el crédito y los servicios financieros a los microempresarios, pequeños productores rurales y personas de bajos ingresos. Indirectamente, al obstaculizar el crecimiento económico y elevar los costos fiscales. Esto no sólo reduce la generación de empleos y mayores salarios, sino también los recursos dedicados a beneficiar los sectores marginales.

Los problemas en los sistemas financieros generalmente surgen como consecuencia de factores macroeconómicos y microeconómicos. Dentro de los primeros, destacan las grandes expansiones de crédito (*credit boom*); abruptos flujos de capital intermediados por el sistema bancario; combinación de una política fiscal laxa y crediticia restrictiva que provoca tasas de interés excesivamente elevadas; colapso de regímenes cambiarios insostenibles; bancos estatales utilizados para actividades cuasifiscales y sin criterios de rentabilidad y volatilidad en los términos internacionales de intercambio.

Dentro de los factores microeconómicos sobresalen el pobre manejo de los bancos, usualmente resultado de una débil regulación y supervisión prudencial. Algunas de las características típicas de

una mala administración bancaria incluyen un crecimiento crediticio desmedido, pobre evaluación de los préstamos concedidos, excesiva concentración de créditos, gran proporción de préstamos conectados, descalce de plazos y monedas, pobre recuperación de préstamos, y débiles controles internos.

V. Acciones preventivas

Las serias consecuencias de los problemas bancarios en la economía, hacen necesario no sólo entender sus causas principales (realizar diagnóstico), sino también diseñar las políticas más adecuadas para ayudar a prevenirlas. Consistente con el origen de los problemas descritos, las medidas pueden ser de naturaleza macroeconómica o microeconómica. Las reformas recientemente sugeridas han tendido a concentrarse en aspectos microeconómicos como: mejorar la regulación y supervisión de los mercados financieros; fortalecer la competencia interna y externa; privatizar bancos estatales ineficientes; desarrollar la profundización y liquidez de los mercados tanto de bonos como de acciones; e integrar los mercados financieros segmentados para ayudar a las microempresas, zonas rurales y familias de escasos recursos.

Dentro de las acciones sugeridas destaca el establecimiento de una red de seguridad (prestamista de última instancia, seguro de depósitos, requerimientos de capital, políticas de cierre). Debido a la estructura de incentivos que surge de la red de seguridad, el diseño cuidadoso y anticipado (*ex ante*) es crucial para el sano desarrollo de los sistemas bancarios. La fortaleza y consistencia de las redes de seguridad está íntimamente ligada a tres aspectos básicos: capital, monitoreo y cierre. La literatura desarrollada ha abarcado más lo relativo a los requerimientos de capital y el monitoreo (incluida la regulación prudencial y la supervisión oficial). Los mecanismos de cierre han recibido menos atención, no obstante su complejidad y gran relevancia.

De manera más específica, la literatura menciona una amplia gama de acciones:

- política fiscal controlada,
- consistencia entre las políticas fiscal, monetaria y cambiaria,
- liquidación o privatización de los bancos estatales ineficientes,
- disponibilidad de instrumentos financieros (*swaps*,

opciones y futuros) para reducir la exposición al riesgo,

- bancos suficientemente capitalizados,
- banco central con adecuado nivel de reservas internacionales,
- requerimientos de liquidez (*i. e.*, Argentina),
- reglas estrictas para asegurar suficiente capital y adecuada administración,
- rigurosas políticas de cierre de instituciones financieras,
- requerimientos mínimos de capital, preferiblemente superiores al 8% sobre los activos ajustados por riesgo, recomendados por Basilea,
- adecuados sistemas de contabilidad y apropiadas reglas de clasificación de activos y provisiones,
- límites sobre concentración de préstamos y créditos relacionados,
- apropiada diseminación de información,
- sistema legal adecuado para asegurar el cumplimiento de los contratos financieros, recuperación de préstamos y realización de garantías,
- esquema obligatorio de seguro de depósitos para pequeños ahorradores financiado por los bancos, y
- supervisión financiera que incluya inspecciones periódicas en el lugar (*on site*); acceso a toda la información relevante, poderes de enforcement, independencia de presiones políticas y auditorías externas obligatorias.

VI. Regulación preventiva y disciplina de mercado

La importancia del desarrollo financiero en el crecimiento económico, así como los problemas de información asimétrica, sugieren la conveniencia de contar con una política pública para promover el adecuado desarrollo, mediante el fortalecimiento de las instituciones financieras y los mercados. Varios estudios concluyen que la liberalización financiera, acompañada de normas prudenciales, puede contribuir al desarrollo de instituciones financieras más sólidas.

La regulación es un ingrediente necesario para garantizar el buen funcionamiento de los mercados financieros. Sin embargo, también debe observarse un adecuado balance entre dicha regulación y el desarrollo potencial del mercado. Un exceso de regulación podría más bien entorpecer el desarrollo financiero, en lugar de fortalecerlo. La sobrerregulación es perjudicial porque desestimula la innovación y el dinamismo de las instituciones. En no pocos casos conduce a evadir las regulaciones y buscar formas alternativas generalmente más inseguras y riesgosas.

Lo anterior no significa menospreciar la importante función que están llamados a cumplir los reguladores. Los entes supervisores tienen la responsabilidad de garantizar un margen mínimo de seguridad al inversionista. En estas tareas debe, sin embargo, poner sobre la balanza la necesaria flexibilidad que requieren los intermediarios financieros en el ejercicio de sus funciones. Esto es importante en un ambiente de rápidas transformaciones en los mercados local e internacional. Por tanto, es importante que las autoridades evalúen los efectos producidos en el mercado a la hora de establecer las distintas reglamentaciones, a efecto de introducir oportunamente las medidas correctivas. El reto para los reguladores es reaccionar con la suficiente rapidez para lograr una regulación eficaz.

El desempeño financiero también puede mejorarse adoptando medidas para fortalecer la efectividad de la disciplina de mercado. Por ejemplo, los depositantes pueden inducir a los bancos a comportarse prudentemente, ya sea requiriendo mayores tasas de interés o sacando sus fondos de las instituciones, si percibieran la adopción de prácticas incorrectas. Cuando la disciplina de mercado es efectiva, es decir, fomenta la solidez del sistema bancario, se eleva la probabilidad de expulsar del mercado a los bancos pobremente administrados, antes de ocasionar problemas sistémicos. Esta es sin duda una de las principales preocupaciones de las autoridades supervisoras y monetarias.

Paralelamente, para asegurar una disciplina de mercado efectiva es necesario que los participantes estén bien informados y sus depósitos no estén totalmente protegidos. En cierto modo esto garantiza que los agentes económicos se vean estimulados a monitorear el desempeño de los bancos y, estos a su vez, respondan en consonancia. Al mismo tiempo, la disciplina de mercado puede ser fortalecida removiendo los esquemas de seguro de depósitos que brinden excesiva protección y asegurando la información oportuna y precisa acerca de la situación de los bancos. Se reconoce, sin embargo, que aún en países industriales la habilidad del mercado para evaluar la situación real de los bancos es limi-

tada. Así, la disciplina de mercado debe ser considerada un complemento, más que un sustituto, de una apropiada regulación y supervisión.

VII. Experiencia latinoamericana

La mayoría de países latinoamericanos siguieron un patrón de reforma financiera caracterizado básicamente por dos grandes etapas. En una primera, este proceso contempló una acelerada liberalización financiera, y posteriormente, la instrumentación de normas prudenciales para moderar la liberalización inicial. Los cambios de política asociados a la primera etapa abarcaron, principalmente, la eliminación de los controles de tasas de interés, la erradicación del crédito dirigido hacia sectores prioritarios, la privatización de bancos estatales, liberalización de los flujos de capital y los mercados cambiarios. Recientemente, esta tendencia se ha visto complementada con la adopción de acciones conducentes a mejorar el marco de regulación y supervisión preventiva.

Las acciones adoptadas han mejorado bastante el desempeño de los mercados bancario y accionario. En el sistema bancario, las reformas han conducido a una mayor profundización de la intermediación bancaria de mediano y largo plazos y a una participación más activa del sector privado en el proceso de intermediación financiera (movilización de ahorro y asignación de créditos). Las relaciones de crédito al PIB, por ejemplo, se han incrementado en muchos de esos países. En los mercados accionarios, las reformas también incrementaron la relación del monto de acciones negociadas al PIB y permitió el desarrollo de un mercado de acciones más activo y líquido.

A pesar de ello, un análisis más profundo de los indicadores de desarrollo financiero reflejan un pobre desempeño de los mercados de esta región, los cuales se encuentran muy por debajo de los estándares mostrados por los países del Este Asiático y la Comunidad Europea. En América Latina, la profundización financiera es baja, los márgenes de intermediación altos, el costo de capital es elevado, los mercados de bonos y acciones pequeños, ilíquidos y altamente concentrados. En general, los mercados financieros son poco eficientes, aun para los estándares de países en desarrollo.

La operación poco eficiente de los bancos comerciales latinoamericanos crea altos costos de intermediación, lo cual afecta la competitividad de las empresas. Al mismo tiempo, la presencia de mercados de capital poco desarrollados imposibilitan atender, de manera adecuada, las necesidades de las empresas pequeñas, las microempresas y el

sector rural. Estas deficiencias restringen tanto los volúmenes de inversión, como la calidad. Como consecuencia, el sector financiero latinoamericano cumple solo parcialmente con una de las funciones principales: coadyuvar a la asignación eficiente de recursos.

En los últimos años varios de los países latinoamericanos tampoco han escapado a las crisis bancarias y financieras, con altos costos en términos del PIB. Durante 1994-96 países como Argentina, Brasil, Jamaica, México y Venezuela experimentaron crisis bancarias, con características peculiares. La presencia de estas crisis aceleró la toma de acciones, como las ya comentadas. A pesar de ello, los sectores bancarios permanecen frágiles y muchos de ellos requieren reestructuración y recapitalización.

El establecimiento de una red de seguridad ha sido típico en la mayoría de los países latinoamericanos. Sin embargo, en el transcurso del tiempo dichos sistemas financieros han evolucionado de diferentes maneras. De hecho, las modificaciones a la red de seguridad han sido moldeadas por la propia realidad de cada país. La naturaleza de las crisis financieras y las presiones regulatorias han sido determinantes en las características presentadas. Como todo mecanismo de protección, la definición de una red de seguridad requiere analizar los riesgos incurridos por el gobierno y los conflictos envueltos entre ese cambio de riesgos y la profundización financiera.

Para acelerar el desarrollo del sistema financiero en la región, es clave adoptar acciones en, al menos, dos grandes áreas: *i)* competencia y eficiencia en el sector bancario, y *ii)* desarrollo de mercados eficientes de bonos y acciones. Al mismo tiempo, la mayor competencia puede ser alcanzada principalmente mediante la reducción de la participación pública en el sistema bancario; la liberalización de la participación externa en mercados financieros domésticos, y permitiendo a entidades no bancarias competir en la provisión de los servicios bancarios.

Paralelamente debería mejorarse la regulación y supervisión en los sistemas financieros de la región. Estas actividades son particularmente necesarias en un mundo cada vez más integrado financieramente y con flujos de capital volátiles. En muchos de los países latinoamericanos la regulación de conglomerados (mediante el requisito de la consolidación de balances y su publicación) y la supervisión de la banca *off shore* es especialmente débil. Tampoco, los reguladores y supervisores, en muchos de los países de la región, están técnicamente preparados para tratar con los sofisticados riesgos de los mercados de derivados, titularización y otros

cambios asociados con la rápida innovación financiera.

VIII. Experiencia costarricense

El sector financiero regulado costarricense se caracteriza por la presencia de una gran diversidad de instituciones financieras, regidas por distintos marcos legales. Actualmente se reportan las siguientes: bancos estatales (3) y privados (19); bancos creados por leyes especiales (Banco Popular y de Desarrollo Comunal, Banco Hipotecario de la Vivienda); financieras privadas (15); cooperativas de ahorro y crédito (26); mutuales de ahorro y préstamo para la vivienda (4); bolsa de valores (1); grupos financieros (19); administradoras privadas de pensiones (9); otras entidades, como la caja de ahorro y préstamo de la Asociación Nacional de Educadores, y casas de cambio (2). También coexiste un sistema financiero no regulado, dentro del cual se incluyen: almacenes de depósito, agencias de aduana, distribuidoras de electrodomésticos y automóviles, cooperativas de producción, asociaciones solidarias, empresas de arrendamiento y factoraje, y por supuesto la banca *off shore*.

Algunas de las características del sistema financiero costarricense en la actualidad son las siguientes: gran variedad de instituciones y marcos legales; competencia en diferentes nichos de mercado; predominio de entidades bancarias, en particular la estatal; sistema bancario privado sobredimensionado en cuanto al número de participantes; mayoritario volumen negociado en el mercado bursátil de títulos públicos (90%); elevada concentración de operaciones en el corto plazo; bajo porcentaje de transacciones accionarias; gran dinámica de la banca privada (concentra 40% del crédito al sector privado y tiene gran expansión geográfica); banca estatal inmersa en proceso de reorganización, donde sobresale el Banco de Costa Rica (segundo en tamaño); elevados márgenes de intermediación financiera comparado con estándares internacionales; aumento de participación de capital extranjero en las instituciones, en especial el centroamericano; proceso de fusiones y adquisiciones.

Las principales reformas financieras adoptadas por las autoridades en el último año, incluyen lo siguiente:

- Reducción de la tasa de encaje mínimo legal para coadyuvar a la reducción de las tasas de interés activas y del margen de intermediación.
- Aumento del capital mínimo de los intermediarios financieros para evitar desfases e introducir

mayor seguridad y confianza en el sistema financiero nacional.

- Incremento del índice de adecuación de capital a 10%, superior al mínimo de 8% que establecen las normas de Basilea.
- Parámetros más estrictos para la calificación de los bancos en cinco áreas: manejo del capital, calidad de los activos, manejo y gestión del intermediario, utilidades y administración de la liquidez.
- Supervisión de grupos financieros para dar un seguimiento más cercano sobre el conglomerado de negocios financieros de esas entidades, incluidos los bancos *off shore*.
- Términos uniformes para la consolidación contable de los grupos financieros.
- Requisitos mínimos de capital para cubrir el riesgo de los activos en los grupos financieros.
- Normas para regular la aceptación de plazas extranjeras en las cuales podrán estar domiciliados legalmente bancos o entidades financieras integrantes de un grupo financiero costarricense.
- Contactos con las superintendencias de países en donde operan los bancos *off shore* pertenecientes a grupos financieros costarricenses para intercambiar información y explorar la posibilidad de una supervisión conjunta.
- Reformas en el mercado de valores en temas como estandarización de valores, manejo de valores extranjeros y regulación prudencial sobre puestos de bolsa y fondos de inversión.

En términos generales, el marco regulatorio e institucional desarrollado en los últimos años ha provocado cambios en el entorno financiero. Algunas de las tendencias observadas son: un mayor grado de competencia, entre un menor número de participantes de mayor tamaño y mayor incursión de banca extranjera; proceso de fusiones y adquisiciones; formación de "supermercados financieros"; fortalecimiento de la banca corporativa y minorista; pérdida de nichos de mercado tradicionales; salida de instituciones con altos costos operativos, bajo nivel tecnológico, poco innovadoras y con insuficiencia patrimonial; mayor generación y movilización de ahorro de largo plazo, promovido por el nuevo modelo de pensiones, la banca de inversión y el desarrollo de inversionistas institucionales.

La agenda de reformas financieras por desarro-

llar en los próximos años es amplia. A juicio de Loría (2000), las principales áreas susceptibles de reformas son las siguientes:

- Homologación de los marcos regulatorios de las entidades financieras.
- Eliminación de barreras de entrada a la industria bancaria.
- Definición del papel de la banca estatal en el contexto del nuevo marco regulatorio.
- Apertura a la banca extranjera.
- Establecimiento de un seguro de depósitos.
- Definición de indicadores cuantitativos para evaluar la gestión gerencial.
- Unificación de las labores de inspección y análisis financiero para eliminar problemas de coordinación.
- Normas más estrictas para la clasificación de la cartera crediticia.
- Capacitación técnica a los funcionarios en inspección *in situ*.
- Participación en esquemas de evaluación del cumplimiento de los principios de Basilea en otros países.
- Desarrollo de metodologías para sensibilizar la calificación de bancos (CAMUL) ante variaciones en el tipo de cambio y las tasas de interés.
- Normativa para valorar a los bancos por medio de dos clasificadoras de riesgo y publicar su clasificación.
- Evaluación de la gestión gerencial, con énfasis en el seguimiento de los planes estratégicos de las instituciones, sus políticas, sistemas de información, controles y auditorías.
- Revisar el marco legal de los grupos financieros, establecer medidas precautorias, crear un marco de sanciones, estudiar el tema de la suficiencia patrimonial consolidada de los grupos y garantizar mayores facultades a la SUGEF en el ejercicio de sus funciones.

- Iniciar la aplicación del nuevo sistema de liquidación y compensación, tendiente a reducir riesgos de liquidez y sistémicos relacionados con operaciones bursátiles.

En términos generales, el comportamiento observado, junto con los cambios regulatorios y de supervisión previstos, permiten vaticinar cambios importantes en la estructura y funcionamiento del sistema financiero costarricense. Los intermediarios financieros de menor tamaño, poco innovadores y con limitada capacidad para generar ingresos por servicios, tenderán a desaparecer por la vía de fusiones o adquisiciones. Por otra parte, los negocios tradicionales de los intermediarios bursátiles, tales como manejo de carteras, custodia de títulos, recompras y negociación de títulos del sector público, darán paso a otros más sofisticados como titularizaciones, banca de inversión, fondos inmobiliarios y accionarios, reestructuración de empresas, etc. Es de esperar que este proceso conducirá hacia una mayor profundidad del mercado de capitales.

Bibliografía

- Banco Mundial (1993), *Latin America and the Caribbean: a decade after the debt crisis*.
- Burki, Shahid Javed, y Guillermo Perry (1997), *The Long March: A Reform Agenda for Latin America and the Caribbean in the Next Decade*, Banco Mundial, Washington, D. C. (Estudios de América Latina y el Caribe).
- Burki, Shahid Javed, y Guillermo Perry (1998), *Beyond the Washington Consensus: Institutions Matter*. Banco Mundial, Washington, D. C. (Estudios de América Latina y el Caribe).
- Camacho, Arnoldo (1999), *Sobre la eficiencia y competitividad de los sistemas financieros en Centroamérica*, texto mimeografiado.
- Kane, Sara y John Starrels (1999), *Second Generation Reforms*, FMI, 22 de noviembre de 1999 (IMF survey).
- Loría, Miguel (2000), *Reformas financieras en 1999*, texto mimeografiado, Academia de Centroamérica.
- Williamsom, John, ed. (1990), "What Washington Means by Policy Reform", *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, Instituto para Economías Internacionales, Washington, D. C.

Formas en que la crisis asiática afectó a la economía mundial: una perspectiva de equilibrio general*

Xinshen Diao
Wenli Li
Erinc Yeldan

I. Introducción

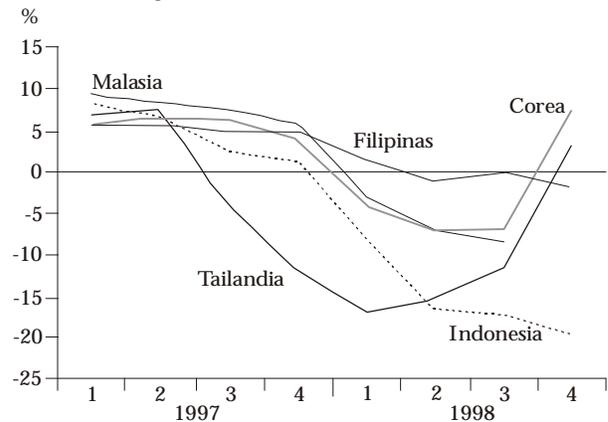
Han pasado más de dos años desde que la crisis financiera irrumpió en Asia Oriental, en el verano de 1997. Ahora que la mayor parte del polvo se ha asentado, está claro que la economía mundial distó de haberse empantanado en una recesión mundial.¹ Lo que es más, aunque en los países que padecieron la crisis y otras economías de mercado emergentes el crecimiento se redujo significativamente, dicho crecimiento se mantuvo en América del Norte y Europa Occidental. En realidad, se aceleró en algunos casos.²

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de X. Diao, de la División de Comercio y Macroeconomía, del Instituto de Política Alimentaria Internacional, W. Li, del Departamento de Investigación, del Banco Federal de Reserva de Richmond y Erinc Yeldan, del Departamento de Economía, de la Universidad de Bilkent, Ankara, Turquía, del original en inglés aparecido con el título "How the Asian Crisis Affected the World Economy: A General Equilibrium Perspective", en *Economic Quarterly* (Banco Federal de Reserva de Richmond), vol. 86, nº 2, primavera del 2000, pp. 35-59. Los autores desean expresar su gratitud a Bob Hetzel, Ned Prescott y Roy Webb por sus comentarios. Las opiniones expresadas en este artículo son las de los autores, no representan las del Banco Federal de Reserva de Richmond o el Sistema Federal de Reserva.

¹ Según el *World Economic Outlook* (diciembre de 1998 y mayo de 1999), el porcentaje anual de cambios con respecto al año anterior del producto mundial fue de 4.3, 4.2, 2.5 y 2.3 para 1996, 1997, 1998, y 1999 respectivamente. La tasa de crecimiento promedio para el producto mundial entre 1990 y 1999 fue de 3.4 por ciento.

² La gráfica I describe el cambio del PIB en países asiáticos seleccionados, mientras que la gráfica II contrasta el comportamiento del PIB durante el mismo periodo en las principales economías industriales. Fuentes: *World Economic Outlook e International Capital Markets Interim Assessment*, FMI, diciembre de 1998.

GRÁFICA I. ECONOMÍAS ASIÁTICAS SELECCIONADAS: CRECIMIENTO REAL DEL PIB, 1997-98 (porcentaje del PIB, cambio con respecto al año anterior)

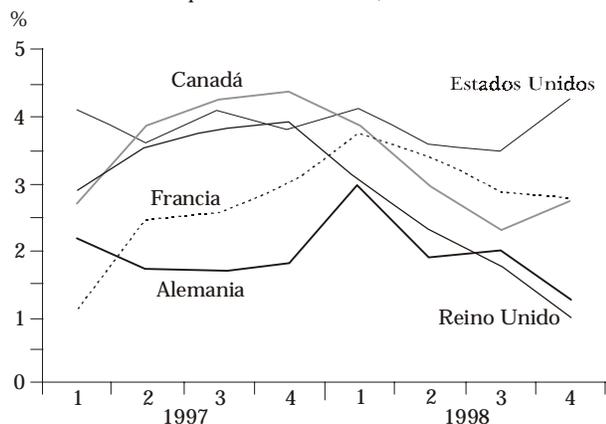


FUENTE: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

Hasta hace muy poco, la opinión convencional era más bien pesimista. Los observadores temían que las tensiones económicas que se habían iniciado en Asia Sudoriental empeorarían y se extenderían. Para la economía mundial en conjunto, así como para países industriales clave, se esperaba un crecimiento más lento, riesgos más elevados, y una mayor dislocación de los flujos de capital. En Estados Unidos mismo, un país que, durante la mayor parte de su historia, se había despreocupado de los trastornos en el exterior, se experimentó un nerviosismo bastante notable. Muchos economistas pronosticaron tasas de crecimiento mucho más lentas en los siguientes años (véase, entre otros los pronósticos DRI), dada la intensidad de la crisis asiática y la evidente posibilidad de que pudiera extenderse a todo el mundo. La pregunta desconcertante que naturalmente se plantea es: "¿Por qué la economía entera mundial no cayó en la recesión?"

En este artículo, trataremos de dar respuesta a esta pregunta desde una perspectiva de equilibrio general. La estrategia consiste en usar un modelo de crecimiento estándar, aumentado con los sectores multirregional y multiproducción, a fin de analizar cómo una serie de choques reales que sufren los países en crisis afectan la economía mundial, así como a economías en diferentes regiones. Estos choques, como se verá claramente más tarde, han sido identificados por recientes investigaciones sobre las causas de la crisis. El mecanismo que conecta las regiones y transmite los choques a través de ellas consiste en dos vínculos: comercio de productos y flujos de capitales. Nuestro análisis muestra que los temores de una recesión global que abarcará a las economías industriales, en gran parte no estaban bien fundados. Además, la carga del ajuste de la crisis fue desigual en las diversas regiones. Los países en desarrollo soportaron el peso mayor de este ajuste y experimentaron declinaciones en sus actividades económicas. Por contraste, los países industriales salieron incólumes en gran medida. El impacto de la crisis sobre ellos fue pequeño y aun positivo en sus etapas iniciales.

GRÁFICA II. ECONOMÍAS INDUSTRIALES SELECCIONADAS: CRECIMIENTO REAL DEL PIB, 1997-98 (porcentaje del PIB, cambio con respecto al año anterior)



FUENTE: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

Este artículo no intenta explicar la crisis y sus causas, sino que más bien lo que hace es medir, con la ayuda de un modelo de equilibrio general del comercio real y de los flujos de capital, los efectos del desborde de la crisis a las otras regiones del mundo. Algo sorprendente es que, si bien se han avanzado diversas explicaciones de la crisis financiera de Asia Oriental, apenas se han realizado esfuerzos para analizar sus efectos sobre la economía mundial. Lástima que haya ocurrido así, pues la importancia de ese análisis es grande y de hecho va más allá de lo que buscamos en este artículo. Los resultados obtenidos según el mismo, sugieren que

las acciones de política, generalmente consideradas como responsables del robusto crecimiento de las naciones industriales frente a la crisis financiera, pueden no haber sido tan importantes después de todo. Dichas acciones incluyen políticas monetarias adoptadas por los países industriales. Comprenden, asimismo, el paquete de estabilización y reformas que los países asiáticos en crisis implementaron por insistencia del FMI. En otras palabras, muy bien podría ser que muchas preocupaciones fueron exageradas y no estaban basadas en un cuidadoso análisis económico.

II. ¿Qué ocurrió?

Aunque apenas hay consenso sobre las causas definidas de la crisis, se han encontrado ahora pruebas de que las economías de la región habían estado enfrentando un entorno macroeconómico que se deterioraba desde principios de los años noventa (véase, por ejemplo, Krugman [1998], Radelet y Sachs [1998], Flood y Marion [1998], Corsetti *et al.* [1998], Chang [1999], y Whitt [1999]). Una descripción compartida por muchos es ofrecida por Chang [1999]).

Varios países en la región experimentaron una reapreciación real de sus monedas durante los años noventa y para 1997 registraron significativos déficit en cuenta corriente. Estos déficit fueron en su mayor parte financiados por medio de préstamos extranjeros a corto plazo. Asimismo, hubo inversiones extranjeras de cartera y directas, atraídas por un crecimiento económico sin precedentes de la región durante más de dos décadas. La tasa de crecimiento de las exportaciones y del producto industrial en los países en crisis, por otra parte, declinó sustancialmente durante el mismo periodo. Esta tendencia fue en gran parte resultado de la débil demanda de importaciones por parte de Japón, combinada con las políticas desinflacionarias de la demanda agregada en la mayoría de las economías asiáticas.

La rápida afluencia de capital y la desaceleración del crecimiento puso al descubierto un gran número de problemas estructurales inherentes en los sistemas financieros de la región. Estos problemas incluían: *i*) falta de competencia, supervisión y regulación del sector financiero, y *ii*) fuerte intervención gubernamental en la asignación de crédito. En estas condiciones, los intermediarios financieros, cuyas obligaciones estaban garantizadas por sus respectivos gobiernos, naturalmente plantearon un serio problema de vulnerabilidad o riesgo moral en el que las garantías gubernamentales subsidiaban e inducían una incrementada toma de

riesgos, lo que dio por resultado excesivos créditos y préstamos, la mayor parte procedentes del exterior.

La esencia de la crisis fue la enorme y repentina reversión de los flujos de capitales, como manifestación de la decisión de los inversores privados de tratar de liquidar sus títulos de crédito por falta de confianza en los sistemas financieros de los países en cuestión. Acostumbradas a las grandes afluencias de capitales en gran escala, el repentino cambio en la dirección de los flujos constituyó un enorme choque para las economías asiáticas. Lo que es más, con la dramática depreciación del valor real de sus monedas y las elevadas tasas de interés internas, las condiciones del crédito interno se tornaron restrictivas, lo que condujo a un rápido incremento de préstamos no redituables y a una brusca pérdida de capital bancario. El colapso resultante del capital bancario interno contribuyó a acrecentar la contracción al restringir aún más los préstamos bancarios. El resultado fue el abandono de las inversiones proyectadas por parte de algunas empresas y la reducción de actividades por otras. Junto con la declinación del ingreso corriente y la disminución de las expectativas sobre el ingreso futuro, la demanda de consumo también cayó. Todos los países en crisis experimentaron un colapso del crecimiento del PIB en 1998.

III. Aspectos económicos del ajuste a la crisis

La crisis afectó al resto del mundo, no solamente a través del sistema financiero internacional, sino también a través del comercio internacional de productos y la movilidad de capitales. Como las importaciones de una región constituyen las exportaciones de otra, la declinación de las importaciones de los países en crisis, las agrícolas, por ejemplo, puede ser la causa de que los países exportadores de productos agrícolas experimenten un decremento en sus exportaciones, y por lo tanto una disminución de los ingresos por ese concepto. Cuanto más elevada la relación exportaciones agrícolas/producción total, mayores serán probablemente los efectos negativos.

Una declinación en los precios de insumos comerciados internacionalmente tiende a rebajar los costos de producción, lo que afecta la competencia de varios sectores, dependiendo de la intensidad del uso de esos insumos en la producción. Compensa la declinación de costos de los insumos intermedios el costo de los recursos puramente internos, tales como trabajo, que no se intercambian internacionalmente. El costo de estos recursos puede elevarse a causa de la expansión de la producción interna.

Otro efecto de la crisis es a través de los mercados de capital. Los capitales que salen de los países en crisis afluirán a los que no están en crisis, lo que presionará a la baja las tasas de interés de estos últimos países. Las disminuidas tasas internas de interés estimularán, a su vez, la inversión y consecuentemente el crecimiento de las existencias de capital interno. Los sectores que experimentan una incrementada formación de capital proveniente, ya sea directa o indirectamente, de estas afluencias, responderán acrecentando su demanda de otros recursos, cuya productividad aumenta por el crecimiento de las existencias de capital. En esta forma, el incremento de las existencias de capital pueden, al acrecentar la demanda de trabajo e insumos asociados, contribuir también a una puja al alza de los precios de los recursos puramente internos o no comerciables y así elevar aún más el costo de la producción.

Los efectos de la crisis asiática sobre la economía mundial dependen, en el largo plazo, de tres factores: la medida en que se equivocaron las expectativas de precrisis sobre los rendimientos de largo plazo del capital; y la probabilidad de que la crisis se extenderá a otras regiones; así como las políticas poscrisis de las economías acosadas por ella.

IV. Una economía de modelo

En esta sección formalizamos el argumento presentado más arriba y estimamos los efectos del desbordamiento de la crisis sobre otras regiones de la economía mundial. Nuestro modelo, utilizado en los siguientes párrafos, pertenece a la misma clase de disposiciones de equilibrio general computable multisectorial y multirregional. Estos marcos se usan ampliamente para analizar el impacto de la liberalización del comercio global y de los programas de ajuste estructural. Nuestro modelo, al que contribuyen de diversas maneras recientes trabajos de McKibbin (1993), Mercenier y Sampaio de Souza (1994), Mercenier y Yeldan (1997), y Diao y Somwaru (2000), incorpora considerables detalles del producto sectorial, el consumo, y los flujos comerciales, tanto bilaterales como globales.³ El modelo excluye los fenómenos de mercado financiero que capturan efectos como la confianza del inversor. Eso no obstante, como se demostrará posteriormente, el modelo y los choques supuestos que lo perturban, dan cuenta de la mayoría de las declinaciones de la inversión, produc-

³ Noland Robinson, y Wang (1999) usan un marco similar de equilibrio general computable, a fin de analizar el impacto de la Crisis Financiera Asiática sobre la economía mundial, bajo el supuesto que Japón y/o China depreciaran sus monedas.

ción, y términos del intercambio que se observaron en los países asiáticos. No es necesario que volvamos a conceptos menos bien definidos, tales como “contagio financiero”, “fragilidad financiera”, y otros, para explicar los efectos reales de la crisis asiática.

Nuestro esquema consiste en modelar el problema estructural inherente de las economías en crisis, tales como el exceso de inversión en ciertos sectores. El estallido de la crisis y su subsecuente desarrollo están modelados como un mecanismo de impulso y respuesta. El impulso asume la forma de un choque adverso a la productividad total sectorial y a la prima de riesgo asociada con la inversión en estos sectores. Por ejemplo, un choque negativo significa que la productividad declina y la prima de riesgo se eleva. Ese incremento en la prima de riesgo puede deberse ya sea a cambios de política que eliminan los beneficios gubernamentales a empresas o que perjudican las garantías que las firmas podían ofrecer a potenciales inversionistas.

La crisis financiera asiática ha tenido también serios efectos negativos sobre el empleo agregado de los recursos. Muchas empresas en toda la región se declararon en quiebra, y la tasa de desempleo de la fuerza de trabajo se elevó. En lugar de especificar un incrementado desempleo o el cierre de empresas y fábricas, sin embargo, permitimos que todos los recursos siguieran siendo empleados al mismo tiempo que se redujo la eficiencia, de modo que se generase la misma caída en la producción. La magnitud de estos choques se describe con mayor detalle más abajo, cuando analizamos diferentes escenarios.

Empezaremos por decir que la economía mundial confinada se divide en tres regiones comerciales abiertas: economías en desarrollo, economías desarrolladas, y economías en crisis. Se especificarán los países de cada región en la siguiente sección. Hay cuatro sectores de producción en cada región, y cada uno de ellos produce un solo producto agregado. Dichos sectores incluyen: *i*) agricultura y procesos alimentarios (agricultura); *ii*) minerales, materiales, e intermedios (intermedios); *iii*) industria manufacturera; y *iv*) servicios.

Dentro de cada región, un representante de los consumidores adopta decisiones conjuntas en cuanto al consumo y el ahorro. De la misma manera, por el lado de la oferta, un representante de los productores en cada sector toma simultáneamente decisiones de producción e inversión. El modelo incorpora, asimismo, comercio multilateral y flujos de capital entre las regiones. Los productos para los mercados internos se suponen sustitutos imperfectos de los importados del exterior. El precio de un bien importado por una región, en consecuen-

cia, no es necesariamente el mismo que el precio del mismo bien producido internamente o exportado a otras regiones. Una descripción detallada del modelo es como sigue.

1) Firmas

Los productores de cada sector de una región son agregados dentro de una firma representativa. Una firma o negocio adopta decisiones de producción e inversión, a fin de maximizar sus utilidades intertemporales. Al hacer esto, la firma escoge los niveles de mano de obra e insumos intermedios en cada período, tomando como dados los precios de los productos, la tasa salarial, los precios de los insumos intermedios, y la existencia o monto de capital. Los productos son vendidos en el mercado interno o bien exportados a los mercados extranjeros.

Las firmas son propiedad de una familia o consumidor representativos, y la inversión es financiada por el ahorro interno familiar y empréstitos internacionales. En cada período, las utilidades de la firma, $div_{n,i,t}$ (equivalente a ingresos brutos, menos costos de mano de obra, costos de insumos intermedios, y costos de inversión), se distribuyen entre la familia. Las inversiones elevan el monto del capital, si bien existen costos de ajuste del capital. Los bienes de inversión se adquieren en otros sectores, y asimismo provienen de los productos de la firma. Los bienes de inversión también pueden ser importados del exterior. Formalmente, el problema de una firma puede ser descrito como se señala a continuación:

$$(1) \quad \max_{\{L_{n,i,t}, K_{n,i,t}, ITD_{nj,i,t}, \dots, ITD_{nj,i,t}\}} v_{n,i} \sum_{t=1}^{\infty} R_{n,i,t} div_{n,i,t}$$

s.t.

$$(2) \quad X_{n,i,t} = f(L_{n,i,t}, K_{n,i,t}, ITD_{nj,i,t}, \dots, ITD_{nj,i,t})$$

$$(3) \quad K_{n,i,t+1} = (1 - \delta_{n,i})K_{n,i,t} + I_{n,i,t}$$

donde $div_{n,i,t} \equiv P_{n,i,t}X_{n,i,t} - \sum_j PC_{n,j,t}ITD_{n,j,i,t} - w_{n,t}L_{n,i,t} - PI_{n,i,t}I_{n,i,t}(1 + \phi_{n,i} \frac{I_{n,i,t}}{K_{n,i,t}})$; $V_{n,i}$ es el valor de la firma i en la región n en el primer período; $R_{n,i,t} =$

$= \Pi_s^t = \frac{1}{1 + r_{n,s}}$ es el factor descuento para futuros rendimientos; $X_{n,i,t}$ es la producción final; $P_{n,i,t}$ es el precio del producto; $L_{n,i,t}$, e $ITD_{n,i,t}$ son, respectivamente, trabajo, capital, e insumos intermedios en

el producto de $X_{n,i,t}$; $w_{n,t}$ es la tasa salarial; $PC_{n,i,t}$ es el precio del insumo intermedio usado por la firma i en el producto de $X_{n,i,t}$; $I_{n,i,t}$ es la cantidad de equipo de capital nuevo que se ha establecido mediante inversiones en el período t ; $PI_{n,i,t}$ es el precio del bien de inversión; $\delta_{n,i}$ es la tasa de depreciación del capital; y $\phi_{n,i} \frac{I_{n,i,t}}{K_{n,i,t}}$ es el costo de ajuste por unidad de inversión de capital.

A causa de la presencia de costos de ajuste en el capital, los productos marginales del capital difieren según los sectores, lo que da por resultado tasas de inversión desiguales, si bien óptimas. Además, una vez que la inversión se realiza como capital físico fijo, ya no puede ser reinvertida en otros sectores, especialmente en otros activos, tales como bonos extranjeros. Existen también otros factores de riesgos regionales asociados a la inversión. Modelamos ese riesgo mediante el añadido de una prima de riesgo sobre la tasa de interés que enfrentan las firmas. Es decir, en cada región, las firmas encaran una tasa de interés definida como:

$$(4) \quad r_{n,t} = (1 + \pi_{n,t})r_i$$

donde $\pi_{n,t}$ es la prima de riesgo para las firmas y se define como una variable exógena en el modelo, r_i es la tasa de interés carente de riesgo que encara el mundo. Para nuestros propósitos, damos por supuesto que la tasa de interés carente de riesgo prevalece en las economías desarrolladas.

Una función de producción Cobb-Douglas relaciona la producción de nuevo equipo de capital con los insumos en forma de bienes sectoriales. Estos insumos pueden ser producidos internamente, o bien importados. De ahí que $PI_{n,i,t}$ pueda escribirse como una función de precios compuestos:

$$(5) \quad PI_{n,i,t} = A_{n,i} \prod_j PC_{n,j,t}^{d_{n,i,j}}$$

donde $A_{n,t}$ es el coeficiente eficiente para la inversión, y $PC_{n,i,t}$ es el precio del bien compuesto, $0 < d_{n,i,j} < 1$ y $\sum_i d_{n,i,j} = 1$.

2) Familias

En cada región, un representante de la familia es propietario de los activos de trabajo y financieros, incluidas las acciones en firmas internas y los bonos extranjeros. La familia asigna ingreso al consumo y al ahorro para maximizar la utilidad vitalicia:

$$(6) \quad \max \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{1}{1 + \rho} \right)^t U(TC_{n,t})$$

sujeta a la siguiente restricción presupuestaria:

$$(7) \quad SAV_{n,t} = w_{n,t}L_{n,t} + TI_{n,t} + div_{n,t} + r_t B_{n,t-1} - PTC_{n,t} TC_{n,t}$$

donde ρ es la tasa positiva de preferencia de tiempo, $TC_{n,t}$ es el consumo agregado en el tiempo t , $SAV_{n,t}$ es el ahorro de la familia, $B_{n,t-1}$ es el monto de activos extranjeros, $r_t B_{n,t-1}$ es el interés ganado por la propiedad de los bonos extranjeros, $PTC_{n,t}$ es el índice de precios al consumo, y $TI_{n,t}$ es el pago único por la transferencia de ingresos gubernamentales procedentes de impuestos y tarifas. Damos por supuesto que no existe un comportamiento de inversión por ahorro del gobierno. El gobierno gasta todos sus ingresos por impuestos ya sea en consumo o en transferencias a las familias. $TC_{n,t}$, el consumo instantáneo, se genera a partir del consumo de los bienes finales al maximizar una función Cobb-Douglas:

$$(8) \quad TC_{n,t} = \prod_i c_{n,i,t}^{b_{n,i}}$$

sujeto a:

$$(9) \quad \sum_i PC_{n,i,t} c_{n,i,t} = PTC_{n,t} TC_{n,t}$$

donde $c_{n,i,t}$ es el consumo final del bien i , y las cuotas de consumo $b_{n,t}$ satisfacen $0 < b_{n,i} < 1$ y $\sum_i b_{n,i} = 1$.

3) Mercados mundiales de productos y flujos de capitales

Los flujos de comercio internacionales son registrados por su origen y destino. La variable $M_{n,s,i,t}$ representa el flujo comercial del producto i de la región n a s en el tiempo t y es endógena en el modelo.

Cuando el consumo corriente de un país más sus inversiones excede su ingreso interno corriente, el país experimenta un déficit comercial en el que las importaciones superan a las exportaciones. Si lo contrario ocurre, el país experimenta un superávit comercial, o un excedente de exportaciones sobre importaciones. Si el país no posee suficientes activos extranjeros para compensar el déficit, el déficit comercial tendrá que ser financiado mediante empréstitos del extranjero (es decir, $SAV_{n,t}$ es negativo). Una vez que se produce el empréstito, el capital extranjero afluye al país. En ese período de empréstitos extranjeros, éstos se convierten en una carga de deuda neta que, o bien incrementa la deuda total pendiente del país o reduce sus activos extranjeros, es decir:

$$(10) \quad FB_{n,t} = \sum_i \sum_s (PW_{n,s,i,t} M_{n,s,i,t} - PW_{s,n,i,t} M_{s,n,i,t})$$

$$(11) \quad B_{n,t+1} = (1 + r_t) B_{n,t} + FB_{n,t}$$

donde FB_{nt} es el déficit comercial externo de la región n , $PW_{n,s,i,t}$ es el precio mundial del producto o bien i de la región n en el tiempo t , y $B_{n,t}$ es la deuda externa. Un FB_{nt} negativo implica superávit comercial para la región n , mientras que un $B_{n,t}$ negativo significa activos extranjeros para n .

Definimos el tipo de cambio real de una región como la relación del índice de precios al consumo de la región/el mismo índice para la región de economías desarrolladas, es decir, el índice de precios al consumo para las economías desarrolladas se escoge como numerario.⁴ Los movimientos en el tipo de cambio real de una región reflejan los cambios en el nivel de precios con relación a las economías desarrolladas. Estos movimientos no capturan cambio alguno en la política o políticas de tipo de cambio de la región para los sectores financiero o monetario.

4) Políticas gubernamentales

Los instrumentos de política gubernamental comprenden los aranceles de importación, los impuestos indirectos con que se gravan los procesos de producción, y los impuestos a las ventas de consumo final.⁵ Nuestro propósito principal en este caso consiste en sugerir de qué manera los efectos de la intervención gubernamental y los sistemas financieros débiles pueden conducir a un exceso de inversión en proyectos financieramente dudosos en las economías acosadas por la crisis. La información necesaria para abordar estas cuestiones, sin embargo, no se halla disponible en forma cuantificable en la base de datos original, pues, como se comentó anteriormente, dicha intervención gubernamental ha asumido frecuentemente la forma de seguro implícito que es equivalente a un acervo de obligaciones públicas contingentes que ni los datos sobre la deuda ni acerca del déficit reflejan, hasta que las obligaciones contingentes se actualizan, es decir, hasta que se presenta la crisis. Aunque había diferencias en lo específico de las políticas gubernamentales, a fin de permitir a las firmas la expansión de sus inversiones, todas ellas condujeron al mismo resultado: excesiva concentración de inversiones en ciertos sectores clave de la economía. Por estas razones, hemos introducido una “política de subsidio a la inversión” a fin de capturar los rasgos básicos de las intervenciones del gobierno en las estrategias de inversión

⁴ Este índice de precios es el promedio de los precios de bienes de consumo ponderado por los niveles de consumo del año base.

⁵ Hay mayor información acerca de estos instrumentos, junto con sus niveles iniciales, en la base de datos usada para conducir la calibración. Véase Proyecto de Análisis del Comercio Global (GTAP). Base de datos, versión 3, en McDougall (1997).

de las firmas. El subsidio, otorgado únicamente a las firmas manufactureras, sin que existan provisiones comparables para los otros tres sectores,⁶ está diseñado para reducir los costos de ajuste de capital en la instalación de las firmas, así como para establecer un tope en las tasas de interés que encaran. Se supone que el subsidio de inversión es financiado por un impuesto de pago único (o por una rebajada transferencia del gobierno) a la familia.

Más formalmente, si $s_{n,i,t}$ es la tasa de subsidio en el costo de instalación de capital, e $\gamma_{n,i,t}$ es la diferencia en porcentaje entre la tasa de interés del mercado y el tope del interés gubernamental, entonces la función de costo del ajuste de capital se redefine para el sector manufacturero de las economías acosadas por la crisis como $(1 - s_{n,i,t})\phi_{n,i} \frac{I_{n,i,t}^2}{K_{n,i,t}}$

y la ecuación (4) se convierte en:

$$(12) \quad r_{n,i,t} = (1 + \pi_{n,t})(1 - \gamma_{n,i,t})r_t$$

donde $s_{n,i,t}$ y $\gamma_{n,i,t}$ son positivas para la industria manufacturera y cero para los otros tres sectores de las economías en crisis.

5) Equilibrio

El equilibrio requiere que en cada período de tiempo se mantengan tres condiciones. Primera, en cada región, la demanda para los factores de producción iguala su oferta. Segunda, la demanda total mundial para cada bien sectorial iguala su oferta total. Tercera, los ahorros familiares agregados son iguales a cero. En el equilibrio de estado estable, las siguientes constricciones deben ser también satisfechas para cada región:

$$r_n = r_{ss}$$

$$r_{ss} = \frac{div_{i,ss}}{V_{i,ss}}$$

$$I_{i,ss} = \delta_i K_{i,ss}$$

$$FB_{ss} + r_{ss} B_{ss} = 0$$

⁶ En Corea, el exceso de inversión y los asociados problemas de utilidad se concentraron en el sector manufacturero, mientras que en otros países, tales como Tailandia, el enfoque se dirigió al sector de bienes raíces (Huh 1997). La disponibilidad de datos limita nuestro análisis al caso del subsidio al sector manufacturero. Como el sector manufacturero tiene una mayor orientación exportadora, esta disposición permite una más elevada probabilidad de que la crisis se propague al resto del mundo. En consecuencia, nuestro análisis puede considerarse como un escenario del peor de los casos desde el punto de vista de las economías que no están en crisis.

Los lectores pueden encontrar más detalles del modelo, incluidas las ecuaciones Euler usadas para resolver el modelo y un glosario de variables, en el apéndice de nuestro documento titulado “*Challenges and Choices in Post-Crisis East-Asia: Simulations of Investment Policy Reform in an Intertemporal, Global Model*” (Banco Federal de Reserva de Richmond, Documento de Trabajo 98-7).

V. Análisis de simulación

En su reciente documento, Corsetti, Pesenti, y Roubini (1998) realizaron un extenso análisis del entorno macroeconómico y el sistema financiero de las economías acosadas por la crisis. Soslayando una explicación relativa puramente al pánico financiero, llegan a la conclusión de que algunas economías de Asia Oriental fueron objeto de varios choques internos ordinarios e internacionales en el período 1996-1997. Nuestra simulación sigue esta línea de argumentación. Sin embargo, como carecemos de una teoría plenamente desarrollada sobre los vínculos de la economía financiera real, hemos implementado directamente las consecuencias reales, o no monetarias de la crisis sobre los patrones de inversión. Hacemos esto con un choque al modelo (es decir, mediante el incremento de la prima de riesgo y de la dificultad de emprender inversiones de capital en la región) para simular la contracción de las inversiones. La crisis real determina una depreciación de la moneda, así como incrementos en las tasas de interés internas, los precios, el desempleo, y en el número de quiebras en los países afectados. Como consecuencia, probablemente las inversiones declinarán y el crecimiento económico se hará más lento. Como el equilibrio general intertemporal es un fenómeno real o no monetario, en el que las variables expresadas como magnitudes nominales o monetarias, incluidos los tipos de cambio de la moneda y de muchos activos financieros, no se reconocen explícitamente, el modelo no puede capturar directamente los efectos de la depreciación monetaria sobre los mercados financieros y de activos mundiales.⁷

A fin de captar mejor los últimos sucesos de la crisis, nuestra lista de economías en crisis comprende cierto número de países asiáticos (Indonesia, Corea, Filipinas, Tailandia, Malasia, Singapur, Hong Kong, y Taiwán), dos países latinoamericanos (Brasil y Argentina), y un país europeo (Rusia). La región desarrollada incluye los países de la

Unión Europea, Estados Unidos, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, y Japón. Los demás países figuran en el grupo de países en desarrollo.

Los cuadros 1 y 2 resumen los flujos comerciales para las tres regiones a través de los sectores de la agricultura, bienes intermedios, industria manufacturera, y servicios. Las economías en crisis importan principalmente de las economías en desarrollo. Otras economías en desarrollo importan de las economías en crisis y las desarrolladas. Finalmente, las economías desarrolladas importan productos agrícolas, bienes intermedios, y servicios tanto de las economías en crisis como de las que están en desarrollo, si bien sus importaciones de bienes manufacturados proceden sobre todo de estas últimas. Las economías en crisis comparten con otras economías en desarrollo una estructura comercial similar, en el sentido de que exportan a las economías desarrolladas la mayor parte de sus productos de todos los sectores, salvo los de la industria manufacturera. Las economías desarrolladas exportan tanto a las economías en crisis como a otras en desarrollo.

Cuadro 1

PARTICIPACIÓN DE LAS IMPORTACIONES POR REGIÓN Y SECTOR

<i>Región imp.</i>	<i>Región exp.</i>	<i>Agricultura</i>	<i>Intermedios</i>	<i>Manufacturados</i>	<i>Servicios</i>
Crisis	En desarrollo	0.08	0.055	0.01	0.03
	Desarrollados	0.92	0.945	0.99	0.97
En desarrollo	Crisis	0.292	0.41	0.174	0.194
	Desarrollados	0.708	0.59	0.826	0.806
Desarrollados	Crisis	0.784	0.852	0.976	0.85
	En desarrollo	0.216	0.148	0.024	0.15

Nuestro modelo emplea el subsidio a la inversión para reducir el costo del ajuste de capital. Asimismo, usa un tope en las tasas de interés, con objeto de disminuir el riesgo de inversión en el sector manufacturero. Para una solución de referencia, hemos escogido la tasa de subsidio que produce un subsidio total igual a 2.2% de la inversión integral. De la misma manera, elegimos un tope de tasa de interés cuyo resultado es que las firmas manufactureras enfrentan una tasa 30% inferior a la tasa de mercado de las economías en crisis. Los subsidios no los reciben más que las firmas que invierten en el sector manufacturero y han sido establecidos en el equivalente del 40% de los costos del

⁷ Sin embargo, el mecanismo permite introducir el concepto de tipo de cambio real como relación de la canasta de productos internos *versus* extranjeros. Véase Obstfeld y Rogoff (1996, cap. 4) para una exposición analítica.

ajuste de capital en este sector.⁸ El resto del modelo se calibró según la base de datos (véase la nota de pie de página 4) del Proyecto de Análisis Comercial Global (GTAP), bajo el supuesto de que la cuenta corriente inicial estaba balanceada para cada región. Es decir, la cuenta corriente inicial de cada región se supone “sostenible” y consistente con su tasa de interés inicial.

Cuadro 2

PARTICIPACIÓN DE LAS EXPORTACIONES POR REGIÓN Y SECTOR

Región exp.	Región imp.	Agricultura	Intermedios	Manufacturas	Servicios
Crisis	En desarrollo	0.222	0.062	0.054	0.042
	Desarrollados	0.778	0.938	0.946	0.958
En desarrollo	Crisis	0.06	0.171	0.426	0.172
	Desarrollados	0.94	0.829	0.574	0.865
Desarrollados	Crisis	0.854	0.866	0.881	0.865
	En desarrollo	0.146	0.134	0.119	0.135

1) *Escenario de referencia*

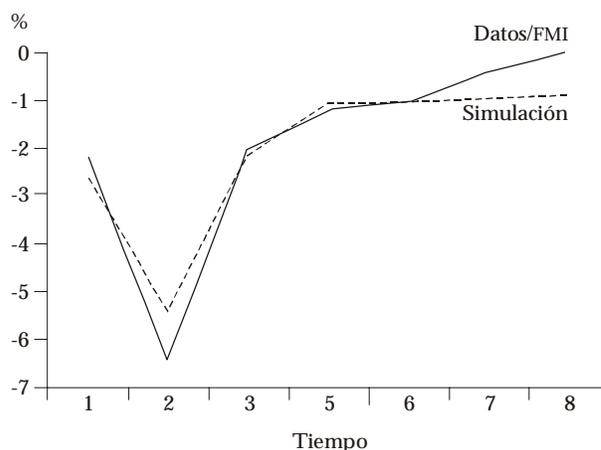
En nuestra simulación de referencia, procedemos como sigue. Para los primeros tres años, elevamos exógenamente el valor de la prima de riesgo de la región, $\pi_{n,i}$, en la ecuación (12) y reducimos el coeficiente tecnológico, $A_{n,i}$, en las funciones de inversión sectorial de la ecuación (5) para los países acosados por la crisis. Después, para los siguientes tres años, disminuimos lentamente la prima de riesgo y elevamos $A_{n,i}$ a su nivel original. Los choques se escogen de modo que los cambios simulados en la producción de las economías en crisis se correspondan, durante los primeros siete años, con los cambios reales en esas regiones en los años 1997, 1998, y 1999, y la proyección del FMI para esos países en los años 2000-2003 (*World Economic Outlook and International Capital Markets Interim Assessment*, Fondo Monetario Internacional, diciembre de 1998).⁹ La comparación de los resulta-

⁸ Según el cálculo de Dalla y Khatkhate (1995), el subsidio de intereses implicados en los préstamos de política en Corea ascendieron a más de 1% del PIB y 6.2% de los gastos gubernamentales en 1991; el subsidio acumulativo durante 1981-1991 se elevó a 2 billones de won por año.

⁹ La tasa de crecimiento para la región acosada por la crisis es una ponderación (para el PIB) promedio de las tasas de crecimiento de cada país en la región, menos la tasa de crecimiento promedio de 1990 a 1996. Estos datos corresponden a los

dos simulados y reales, así como las proyecciones del FMI, están en la gráfica III. Los resultados de la simulación para otras variables y para las otras dos regiones se resumen en las gráficas IV-VI.

GRÁFICA III. CAMBIOS DEL PIB EN UNA ECONOMÍA EN CRISIS (cambio de porcentaje del PIB)



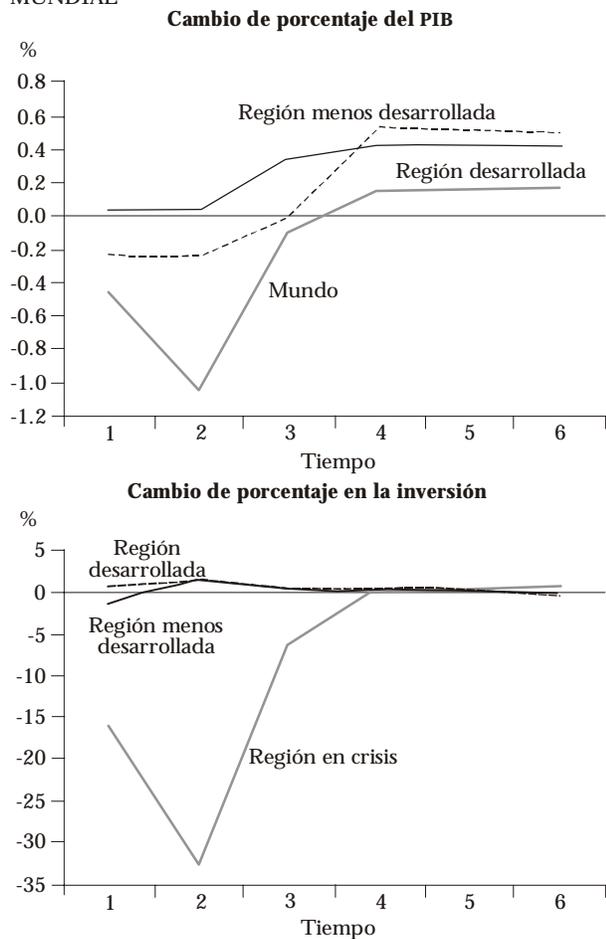
Los resultados de la simulación siguen de cerca el desarrollo de la crisis y a la vez las proyecciones del FMI. En los países en crisis el PIB disminuye con la caída de la inversión. Con la depreciación del tipo de cambio real en el área de la crisis, el precio de los bienes comerciados se incrementa con relación al precio de los bienes producidos y consumidos internamente. Las exportaciones aumentan, las importaciones decrecen, y la balanza comercial mejora. Un superávit comercial, junto con un bajo nivel de inversión, da por resultado un excedente en la cuenta corriente de las economías en crisis.

El modelo también describe los efectos simulados de la crisis en la economía mundial, así como en los otros países. Como puede verse en la gráfica IV, el PIB mundial declina en 0.47% en el primer año de la simulación. El PIB cae 0.23% en las economías en desarrollo, pero se eleva ligeramente (0.02%) en la región desarrollada durante el primer año. El crecimiento se desacelera más para las tres regiones en el segundo año y comienza a recuperarse a principios del tercer año. Estos efectos son sobre todo resultado de los cambios correspondientes en los niveles del comercio internacional de productos básicos y de la movilidad del capital.¹⁰

cambios de porcentaje en el PIB desde el estado estable participado por el modelo.

¹⁰ Según el FMI (*World Economic Outlook, 1999*), el cambio en las tasas de crecimiento de la producción mundial (despojadas de tendencia por una tasa de crecimiento promedio de 3.4% para la producción mundial de 1990 a 1999) son 0.78, -0.914, y -0.114% para 1997, 1998, y 1999, respectivamente. El cambio

GRÁFICA IVa. IMPACTO DE LA CRISIS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

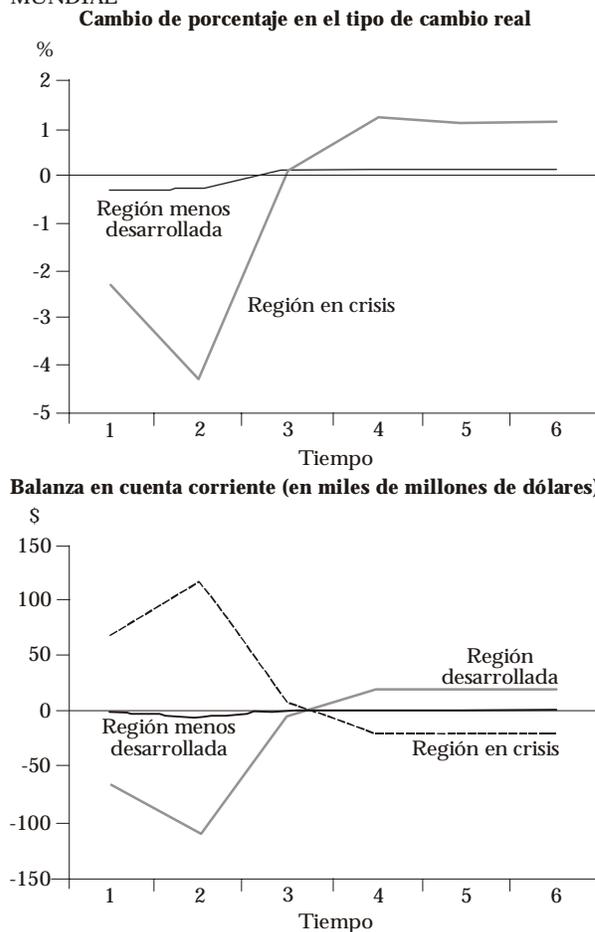


La contraparte de la declinación en las importaciones de productos básicos de las economías en crisis corresponde con una caída en las exportaciones de las regiones que no están en crisis. En la simulación, las exportaciones decrecen 5-8% en las economías desarrolladas y 1-2% en las economías en desarrollo durante los dos primeros años posteriores a la crisis. Como las exportaciones, en cuanto porcentaje de la producción total, son más pequeñas en las economías desarrolladas (11.7%) que en las economías en desarrollo (19.2%), de esto se sigue que con el mismo grado de descenso de las exportaciones, el impacto sobre el PIB es relativamente menor en las economías desarrolladas. Es más, la declinación de las exportaciones de las economías desarrolladas tiene su origen en una demanda decreciente, especialmente para la industria manufacturera y los servicios de las economías en

ponderado (para el PIB) de las tasas de crecimiento del PIB para Canadá, el Reino Unido, Francia, Alemania, Estados Unidos (eliminada la tendencia por sus respectivas tasas de crecimiento promedio de 1990 a 1999) son 0.16, 0.051, y -0.21% para 1997, 1998, y 1999, respectivamente. Aunque nuestra simulación no se ajusta a los números exactos, si reproduce los patrones cualitativos.

crisis. En cambio, la caída en las exportaciones que experimentaron las economías en desarrollo se debió sobre todo a la presión competitiva ejercida por las economías en crisis que tienen una estructura comercial similar a sus contrapartes, los otros países en desarrollo. Aunque la simulación produjo una depreciación en el tipo de cambio real de las economías en desarrollo, de hecho fue relativamente insignificante, comparada con las depreciaciones en las economías en crisis. Como la depreciación del tipo de cambio tiende a estimular las exportaciones, al hacerlas menos costosas, se observa que las exportaciones de las economías en desarrollo decrecen, pero a un ritmo más lento que en las economías desarrolladas. A la inversa, las importaciones de las economías desarrolladas, así como de otras economías en desarrollo se incrementaron, con una tasa de incremento superior para las economías desarrolladas. Estos datos de nuestra simulación son en general consistentes con los reales. Por lo que se refiere a las cinco economías desarrolladas que se discutieron anteriormen-

GRÁFICA IVb. IMPACTO DE LA CRISIS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL



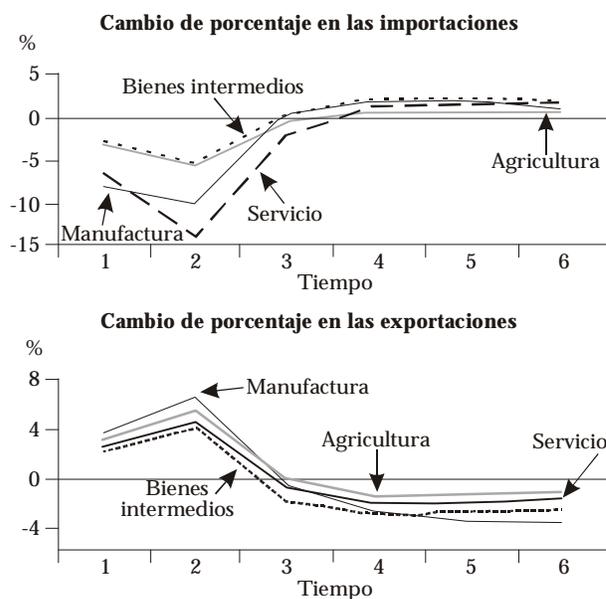
te (Canadá, Reino Unido, Francia, Alemania, y Estados Unidos), todas ellas registraron sustanciales aumentos en sus importaciones (año con año) entre 1997 y 1999. Únicamente el Reino Unido y Estados Unidos experimentaron una fuerte caída en sus exportaciones. Los otros países registraron un incremento en sus exportaciones; sin embargo, el aumento en sus exportaciones fue superado por el correspondiente incremento de sus importaciones. Por lo que respecta a las cinco economías en crisis (Corea, Malasia, Filipinas, Tailandia, e Indonesia), todas salvo Malasia, experimentaron una sustancial declinación de sus importaciones en 1997 y 1998. Y, con la excepción de Corea e Indonesia en 1998, todas registraron un gran aumento en sus exportaciones.

La disminución de las exportaciones y el incremento de las importaciones en las economías desarrolladas determinaron un déficit en la balanza comercial que fue financiado por grandes afluencias de capital a esas economías. Este flujo, una vez transformado en un incremento del monto de capital, eleva el potencial de producción, y en consecuencia el PIB de las economías desarrolladas. Las economías en desarrollo, sin embargo, no se benefician de esas afluencias de capital, por lo que la inversión declina inicialmente y sólo se eleva ligeramente con posterioridad. Con un cambio negativo, o reapreciación, en su tipo de cambio real, el PIB disminuye ligeramente.

Teniendo en cuenta que las economías desarrolladas contribuyen con alrededor del 70% del PIB mundial, y que la crisis no les afecta mucho, el PIB mundial no declina más que en 0.47% en el primer año de la simulación, aunque las economías en crisis y las economías en desarrollo registran caídas del PIB de 3 y 0.23%, respectivamente.

La gráfica V documenta los cambios sectoriales en las exportaciones e importaciones para cada región durante los primeros seis años siguientes a la crisis. Se observa que, para las economías en crisis, las exportaciones se incrementan y las importaciones disminuyen durante los dos primeros años en los cuatro sectores. Para el tercer año, las exportaciones en los cuatro sectores han revertido sus signos y muestran cambios de porcentaje negativos. Las importaciones, bienes intermedios y manufacturas también revirtieron sus signos y se tornaron positivos, aunque se lleva más tiempo para que las importaciones agrícolas y de servicios se recuperen. En lo que concierne a otros países en de los dos primeros años, y se recuperan a partir del tercero. Salvo por el primer año para las manufacturas, las importaciones se acrecentaron. En las economías desarrolladas, las exportaciones decrecen en los cuatro sectores, aunque en mayor medida en

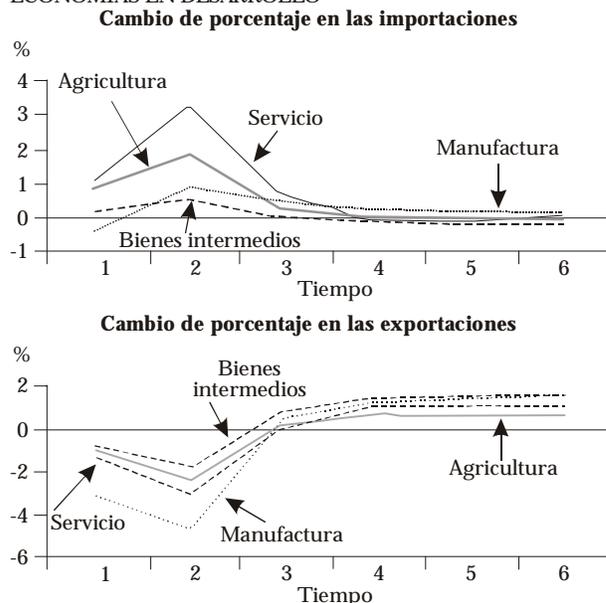
GRÁFICA Va. EFECTOS SECTORIALES DE LA CRISIS: ECONOMÍA EN CRISIS



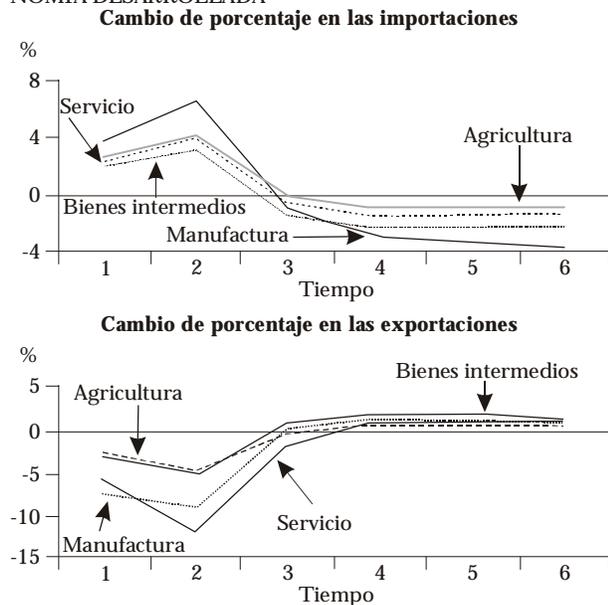
manufacturas y servicios durante los dos primeros años. Esta declinación de las exportaciones es el resultado de una disminuida demanda de importaciones por parte de las economías en crisis, baja demanda que más que contrarresta la creciente demanda de importación procedente de otras economías en desarrollo.

La gráfica VI describe los cambios en los flujos de comercio bilateral entre las economías agobiadas por la crisis y las otras dos economías. Después de la crisis, la depreciación del tipo de cambio real en las regiones acosadas por la crisis origina, al aba-

GRÁFICA Vb. EFECTOS SECTORIALES DE LA CRISIS: OTRAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO



GRÁFICA Vc. EFECTOS SECTORIALES DE LA CRISIS: ECONOMÍA DESARROLLADA



ratar las exportaciones de la región, al mismo tiempo que encarecen las importaciones, una caída de las importaciones y el alza de sus exportaciones.

Como las importaciones de una región son las exportaciones de otra, las exportaciones de bienes manufacturados y servicios de las regiones desarrolladas registran una caída a causa de la reducida demanda de importación de la región acosada por la crisis y del efecto competitivo de las incrementadas exportaciones de esa misma región, lo cual desaloja o desplaza las exportaciones de la región desarrollada.

2) Escenarios alternativos

En nuestra simulación del escenario de referencia, tratamos de reproducir: *i*) el desarrollo o despliegue de la crisis y, *ii*) las más recientes proyecciones del FMI. Puede argüirse que estos sucesos y proyecciones ya toman en cuenta las acciones de política mencionadas anteriormente. En consecuencia, no es sorprendente que, al comparar las tasas de crecimiento de los países en crisis con estas cifras, apenas percibamos o nos parezca que es igual a nada el impacto sobre la economía mundial y las economías industriales que la constituyen. Dicho de otra manera, de no haber sido por consideraciones de política, las tasas de crecimiento para las economías en crisis hubieran sido más reducidas y, por lo tanto, mayores los efectos de la crisis en el mundo y en las economías industriales. Por ejemplo, se manifestaron temores de que la crisis pudiera, al poner de relieve los riesgos de la inversión en las dos direcciones, desviar las inversiones

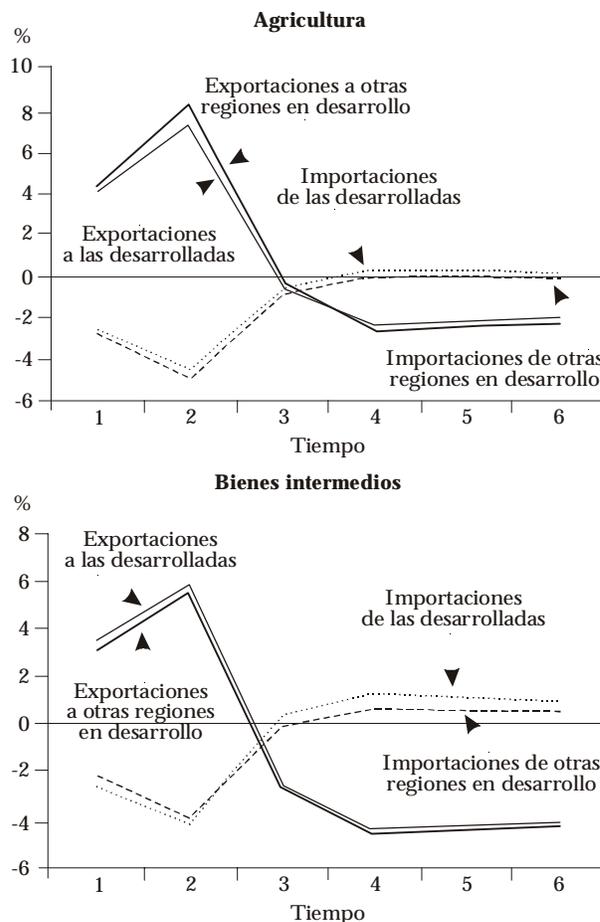
que de otro modo se hubieran destinado a los mercados emergentes.

Primero, existía el riesgo de que la crisis, a través del contagio, pudiera generar crisis adicionales. Segundo, había también el riesgo de que la crisis, al acrecentar el temor público,¹¹ hiciera que los inversores potenciales se mostraran aún más adversos. Ambos tipos de riesgo inhibirían la inversión en los mercados emergentes. En consecuencia, hemos construido dos escenarios alternativos para dar cuenta de las posibles implicaciones de este riesgo.

3) Primer escenario

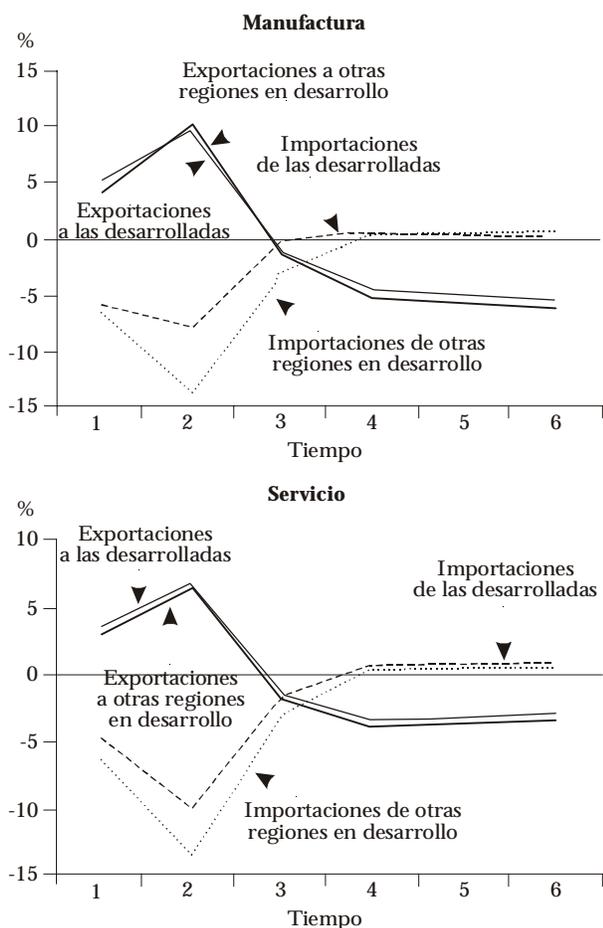
En el primer escenario, perturbamos o damos una sacudida a la prima de riesgo de la región acosada por la crisis, de modo que el PIB decline en dicha región y sea consistente con las proyecciones

GRÁFICA VIa. IMPACTO DE LA CRISIS EN EL COMERCIO BILATERAL ENTRE LA REGIÓN EN CRISIS Y OTRAS REGIONES (cambio de porcentaje)



¹¹ La declinación en el PIB de la región que estaba en crisis, según las proyecciones, sería de -3.6, -6.4, y -4.3, respectivamente, para los primeros tres años.

GRÁFICA VIIb. IMPACTO DE LA CRISIS EN EL COMERCIO BILATERAL ENTRE LA REGIÓN EN CRISIS Y OTRAS REGIONES (cambio de porcentaje)



del FMI en octubre de 1998 (*World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internacional, octubre de 1998). Se requieren alrededor de diez años para que el PIB de la región en crisis se recupere por completo. Encontramos que los cambios en inversión, PIB, cuenta corriente, exportaciones, importaciones, y tipo de cambio real siguen el mismo patrón que los resultados de la simulación de referencia, aunque su magnitud es mayor.

El PIB del mundo declina 0.64 el primer año, 1.32% el segundo, y 0.31 el tercero. El PIB en otras regiones en desarrollo disminuye durante dos años consecutivos (-0.30 y 0.29%), en tanto que el PIB en la región desarrollada se incrementa ligeramente en el primer año (0.01%), decrece el año siguiente, y comienza a recuperarse en el tercer año (0.002 y 0.035%, respectivamente). Los flujos de capital desde la región acosada por la crisis a otras regiones en desarrollo y la región desarrollada son más severos. En particular, los países en la región desarrollada muestran fuertes déficit en la cuenta de capital.

4) Segundo escenario

En el segundo escenario consideramos las reformas de política emprendidas por las economías en crisis durante el período. En particular, se elimina el subsidio gubernamental a la inversión, así como el tope a la tasa de interés en el sector manufacturero. Claro está que, sin un sector bancario explícito, el modelo no puede capturar todos los efectos de un cambio en la política de inversión del gobierno, especialmente los efectos de la intervención del gobierno en el sistema bancario. Adviértase, empero, que si bien el modelo carece de un sistema bancario explícito, sí mantiene en cambio una economía efectiva financiera de mercado de capitales en un marco teóricamente consistente.

Es obvio que la política de subsidio a la inversión distorsiona las decisiones de inversión de las firmas, lo que conduce a la inversión excesiva en la industria manufacturera y a la subinversión en otros sectores, tales como los servicios. Es fácil deducir que si se eliminaran esas distorsiones políticas se reduciría la inversión en manufacturas y aumentaría la asignada a otros sectores. Prescindir del subsidio a la inversión en la industria manufacturera afecta también a la estructura comercial de la región proclive a la crisis, puesto que los inversores ahora requieren una prima más elevada para mantener sus activos en las firmas manufactureras. El PIB también empeora durante los primeros años en la región acosada por la crisis, si establecemos la comparación con su contraparte en el escenario de referencia.¹² Por lo que respecta a los países en la región desarrollada, el PIB esta vez tampoco resultó muy afectado (la tasa de crecimiento fue de 0.01% en el primer año, -0.08% en el segundo año, y 0.32% en el tercero), si bien sus déficit en cuenta corriente declinaron bastante. Por lo demás, la reforma política de inversión simulada aplicada en la región acosada por la crisis genera efectos agregados relativamente modestos en el corto y mediano plazos. La razón principal de esto es que las esperadas ganancias de la reforma política de inversión adoptan la forma de un mayor relieve para la eficiencia económica, es decir, mejoras en el crecimiento de la productividad. Nuestro modelo no puede capturar esas ganancias endógenas, sin embargo, puesto que se basa en la teoría neoclásica sobre el crecimiento, en la que el crecimiento de la productividad es exógena. En el actual escenario político, es posible encontrar muchas otras formas de distorsión en las políticas industriales, en los sistemas bancarios, o en los mercados de capitales de las economías acosadas por la crisis. Sería de esperar que una vez instru-

¹² Para las economías en crisis, el PIB declinó 3.6, 6.8, y 3.3% en los primeros tres años, y 2.5% en el quinto año.

mentadas esas reformas esenciales por los países, los ajustes en sus economías, así como en el mundo entero, resultarían mucho más amplios de lo que son en nuestras simulaciones.

En resumen, nuestro análisis de simulación indica que la crisis redujo el PIB en las economías en desarrollo, pero elevó el PIB en las economías desarrolladas. Además, la crisis tuvo un efecto más amplio en las economías en desarrollo que en las desarrolladas. Los flujos de capital de las economías en crisis a las que no la experimentaban, en desarrollo y desarrolladas, determinaron déficit en cuentas de capital en ambas regiones, aunque en mayor medida en la región desarrollada.

VI. Comentarios finales

Los párrafos precedentes han investigado el impacto de la Crisis de Asia Oriental en la economía mundial, con la ayuda de un modelo de equilibrio general intertemporal. Admitimos que nuestro modelo es incompleto, pues no comprende a los sectores financiero y monetario. No obstante, a pesar de la ausencia de un modelo completo y vinculado del aparato teórico real-financiero, fue posible estimar los efectos reales de la crisis mediante el examen de sus consecuencias sobre la demanda de inversiones. Los resultados de la simulación, realizados bajo tres escenarios razonables, revelaron que la crisis había tenido y con mucho su mayor impacto negativo en las otras economías en desarrollo. El impacto en las economías industriales, por otra parte, fue generalmente pequeño y aun positivo inicialmente. Nuestro análisis sugiere que el temor de un “desplome global” no estaba bien fundado. El corolario es que las acciones de política asociadas con la “recuperación” de la economía mundial pueden no haber importado nada, puesto que no se trataba de lograr una recuperación de un desplome global.

Referencias bibliográficas

- Amsden, Alice H., *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization*, Oxford University Press, Nueva York, 1989.
- Banco Mundial, “What Effect Will East Asia's Crisis Have on Developing Countries?”, *PREM Notes*, n° 1, marzo de 1998.
- Bardhan, Pranab, “Symposium on the State and Economic Development”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, verano de 1990, pp. 3-7.
- Brooke, Anthony, David Kendrick, y Alexander Meeraus, *GAMS: A User's Guide*, Scientific Press, San Francisco, 1988.
- Chang, Roberto, “Understanding Recent Crises in Emerging Markets”, *Economic Review* (Banco Federal de la Reserva de Atlanta), vol. 84, segundo trimestre de 1999, pp. 6-16.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti y Nouriel Roubini, “What Caused the East Asian Currency and Financial Crisis?”, *Japan and the World Economy*, vol. 11, tercer trimestre de 1999, pp. 305-73.
- Dalla, Ismail, y Deena Khatkhate, *Regulated Deregulation of the Financial System in Korea*, Banco Mundial, 1995 (documento para discusión, n° 292).
- Diao, Xinshen, y Agapi Somwaru, “An Inquiry on General Equilibrium Effects of MERCOSUR-An Intertemporal World Model”, *Journal of Policy Modeling* (por publicarse 2000).
- Flood, Robert P., y Nancy P. Marion, “Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature”, *International Journal of Finance and Economics*, vol. 4, enero de 1999, pp. 1-26.
- Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook and International Capital Markets Interim Assessment*, mayo de 1999.
- Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, enero de 1999.
- Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, mayo de 1998.
- Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, octubre de 1998.
- Huh, Chan, *Banking Crisis in Emerging Economies: Origin and Policy Options*, BPI, 1997 (Documento Económico, n° 96).
- Krugman, Paul, *What Happened to Asia?*, MIT, enero de 1998.
- MacDougall, Robert, *Global Trade, Assistance, and Protection: The GTAP 3 Database*, West Lafayette, Center for Global Trade Analysis, Universidad de Purdue, Ind., 1997.
- McKibbin, Warwick J., *Integrating Macroeconomic and Multi-Sector Computable General Equilibrium Models*, 1993 (documentos para discusión de la Economía Internacional de la Brookings, n° 100).
- Mercenier, Jean, Erinc Yeldan y Maria da Conceicao Sampaio de Souza, “Structural Adjustment and Growth in a Highly Indebted Market Economy: Brazil”, en J. Mercenier y T. Srinivasan (eds.), *Applied General Equilibrium Analysis and Economic Development*, University of Michigan Press, Ann Arbor, 1994.
- Mercenier, Jean, y Erinc Yeldan, “On Turkey's Trade Policy. Is a Customs Union with Europe

- Enough?", *European Economic Review*, vol. 41, abril de 1997, pp. 871-80.
- Noland, Marcus, Sherman Robinson y Zhi Wang, *The Continuing Asian Financial Crisis: Global Adjustment and Trade*, 1999 (documento de trabajo del Instituto para la Economía Internacional 99-4).
- Obstfeld, Maurice, y Kenneth Rogoff, *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge (Mass.), 1996.
- Radelet, Steven, y Jeffrey D. Sachs, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, 1998, pp. 1-74.
- Westphal, Larry E., "Policy in an Export-Propelled Economy: Lessons from South Korea Experience", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, verano de 1990, pp. 41-59.
- Whitt, Joseph, "The Role of External Shocks in the Asian Financial Crisis", *Economic Review* (Banco Federal de la Reserva de Atlanta), vol. 84, segundo trimestre de 1999, pp. 18-31.

Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2001

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos</i>	
Financial analysis (segunda parte)	Banco Central de Suriname Paramaribo, 5 – 9 de marzo
Balanza de pagos: metodología del V Manual	Banco Central de Costa Rica San José, 23 de abril – 4 de mayo
La banca central, análisis del sistema financiero y evaluación de riesgos	Banco Central de Venezuela Caracas, 7 – 11 de mayo
Methodology for orderly troubled entity management	Banco Central de Suriname Paramaribo, 8 – 12 de mayo
<i>Seminarios</i>	
Estadística de deuda externa	Fondo Monetario Internacional México, D. F., 5 – 9 de marzo
Manejo de reservas internacionales	Banco Central de Costa Rica San José, 4 de abril
Derivados y banca electrónica	Instituto de Estabilidad Financiera, del BPI México, D. F., 23 – 27 de abril
Promoviendo la estabilidad financiera	Banco de Pagos Internacionales (BPI) México, D. F., 28 de mayo – 1º de junio
<i>Reuniones</i>	
Reunión de grupo de bancos centrales para redefinir funciones del CEMLA	México, D. F., 12 – 13 de marzo
XXXVIII Reunión de gobernadores de bancos centrales del Continente Americano	Banco Central de Brasil Río de Janeiro, 24 de mayo

Asamblea extraordinaria del CEMLA	Banco Central de Brasil	Río de Janeiro, 24 de mayo
LXXII Reunión de gobernadores de bancos centrales de América Latina y España	Banco Central de Brasil	Río de Janeiro, 25 de mayo
Reunión de la Junta de gobierno del CEMLA	Banco Central de Brasil	Río de Janeiro, 25 de mayo

Intercambio de funcionarios

Visita de funcionarios, del Banco Central de Venezuela, al Banco de la República para conocer experiencias sobre instrumentación de política monetaria	Banco de la República, de Colombia	Bogotá, 7 – 11 de mayo
--	------------------------------------	------------------------

Nombramiento de Carlos Alberto Reis Queiroz como Subdirector General del CEMLA

En la pasada reunión de la Junta de gobierno del CEMLA celebrada en Río de Janeiro, el 25 de mayo del presente año, se eligió al doctor Carlos Alberto Reis Queiroz, de nacionalidad brasileña, como Subdirector General del CEMLA, del 1º de julio de 2001 al 30 de junio de 2006. El doctor Queiroz obtuvo su doctorado y maestría en economía en la Escuela de Posgraduación en Economía de la fundación Getulio Vargas, de Brasil. Su licenciatura en economía la cursó en la Facultad de Ciencias Políticas y Económicas de Río de Janeiro, Brasil.

Ha ocupado diversos cargos en el sector público y privado brasileños, así como en organismos internacionales. Cabe destacar principalmente, dentro del sector público, su desempeño en el Banco Central de Brasil, donde ocupó los cargos de Asesor del Director de Mercado de Capitales, Jefe del Departamento y Operaciones de Mercado Abierto, Consultor Especial de la Dirección de Política Monetaria y Consultor Especial del Presidente. En el sector privado fue Director Técnico-Operacional de Roma-Distribuidora de Títulos y Valores Mobiliarios (Organización Globo de Televisión) y Director Ejecutivo de Pavarini-Distribuidora de Títulos y Valores Mobiliarios. Entre sus actividades en organismos internacionales destacan sus labores como Asesor de la Dirección General del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, donde entre otras responsabilidades tuvo la de ser Miembro del Comité Consultivo del Código de Transparencia y Ética en la Política Monetaria, Financiera y Sistema de Pagos (en el FMI). También fue Delegado Brasileño en las Naciones Unidas para la Asamblea de Especialistas, preparatoria de la Asamblea de Conmemoración de los 50 años de las Naciones Unidas.

Ha sido profesor de macroeconomía, microeconomía, política monetaria, política fiscal, mercado financiero doméstico e internacional; en la Facultad de Economía de la Universidad de Río de Janeiro, en la Universidad del Distrito Federal de Brasilia, en la Universidad de Brasilia, en Brasilia, así como de la Escuela Brasileña de Administración Pública de la Fundación Getulio Vargas, en Río de Janeiro, en el Instituto Militar de Ingeniería de Río de Janeiro y de la Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro.

Entre sus publicaciones destacan: *Monetary Policy in Brasil and Indexation*, *Revista Brasileira de Economía*, *A política monetária brasileira num contexto de indexação*, *Monetary policy in the context of price indexation*, *Brazilian Economic Studies*.

Premio de Banca Central “Rodrigo Gómez”: convocatoria para 2002

A fin de honrar la memoria de don Rodrigo Gómez, director general del Banco de México, S. A., los gobernadores de los bancos centrales latinoamericanos establecieron un premio anual para estimular la elaboración de estudios que tengan interés para los bancos centrales.

Publicamos a continuación la convocatoria con las bases para el premio que se otorgará en 2002:

1. Podrán presentarse aquellos trabajos sobre temas de interés directo para los bancos centrales miembros del CEMLA, que deberán versar sobre cualquiera de los siguientes temas:

- a) Política y programación monetarias (experiencias en América Latina)
- b) Papel de las instituciones financieras en el desarrollo económico
- c) Análisis de los mercados de capitales
- d) Política de balanza de pagos y movimiento internacional de capitales
- e) Cooperación financiera entre países latinoamericanos
- f) Problemas monetarios internacionales y sus repercusiones en América Latina

2. Los estudios que se presenten deberán ser originales, incluyendo tesis de grado universitario que no hayan sido editadas con fines comerciales, así como trabajos que se presenten en las conferencias anuales de la Red de investigadores de los bancos centrales del Continente Americano. Los trabajos podrán presentarse escritos en español, francés, in-

glés o portugués, acompañados, de ser posible, de una traducción al inglés o al español, lo que facilitará la labor del jurado calificador. Los trabajos no podrán tener una extensión mayor de 30 000 palabras (equivalente a aproximadamente 100 carillas, de 1 600a- caracteres cada una).

3. El autor o autores de los trabajos que se presenten a concurso deberán ser personas físicas nacionales de los países de los bancos centrales asociados del CEMLA o de los que integran las reuniones de gobernadores de bancos centrales de América Latina y de España. No podrán concursar los miembros del personal directivo del CEMLA (director general y subdirector general).

4. El jurado calificador estará integrado por los gobernadores de bancos centrales miembros de la Junta de gobierno del CEMLA, o por sus representantes. El CEMLA, en su calidad de Secretaría permanente de las reuniones de gobernadores, actuará como organismo asesor del jurado en la forma en que éste lo determine y estará a cargo de los aspectos administrativos del concurso.

5. Habrá un solo premio, consistente en la cantidad de diez mil dólares de Estados Uni-

¹ Antillas Holandesas, Argentina, Aruba, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Caribe Oriental (Anguilla, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, San Cristóbal y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas), Colombia, Costa Rica, Cuba, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Islas Caymán, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela.

dos, que se adjudicará al trabajo o trabajos merecedores de tal distinción, según el criterio del jurado calificador. En caso de empate en el primer lugar entre dos concursantes, el premio se dividirá en partes iguales. El fallo será inapelable y el jurado podrá declarar desierto el premio, si así lo estima pertinente.

6. Los trabajos deberán enviarse a la dirección del CEMLA (Durango n° 54, México, D. F., 06700) en nueve ejemplares, a más tardar el 15 de enero de 2002 y se procurará obtener la decisión del jurado en un plazo no mayor de noventa días a partir de esa fecha.

7. Al remitir los trabajos a los miembros del jurado, el CEMLA suprimirá los nombres de los autores y asignará a cada estudio presentado una clave que será el único medio de identificación de que disponga el jurado para comunicar las calificaciones respectivas.

8. Cada miembro del jurado enviará al CEMLA su calificación de los trabajos en orden de preferencia, cuando menos por lo que se refiere a los tres primeros lugares que asigne. El CEMLA hará los cálculos respectivos y comunicará los resultados a los miembros del jurado.

Una vez que éstos se hayan dado por informados la Junta de gobierno autorizará al CEMLA para notificar la decisión al autor o autores favorecidos. En caso de que más de dos trabajos empaten en el primer lugar, el CEMLA se dirigirá de inmediato al jurado, en busca de una nueva clasificación entre los trabajos que hayan quedado empatados.

9. El autor o autores del estudio o estudios merecedores del premio cederán los derechos de autor al CEMLA, quien lo o los publicará, procurando que la primera edición de los mismos, en el idioma original, se realice a tiempo para que sea conocida por los gobernadores de bancos centrales de América Latina y de España en su reunión correspondiente al mes de septiembre de 2002.

10. El CEMLA podrá, si así lo recomienda el jurado y la institución lo estima procedente, por convenir a sus fines, efectuar arreglos con los autores de trabajos no premiados que hayan calificado en el certamen, para la publicación de esos estudios. En las ediciones resultantes se haría mención específica de que el trabajo se publica por haber calificado en el certamen.



El **CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS** fue fundado en 1952 por siete bancos centrales de América Latina, a saber: Banco Central de Chile, Banco de la República (Colombia), Banco Nacional de Cuba, Banco Central del Ecuador, Banco de Guatemala, Banco Central de Honduras y Banco de México, S. A. Actualmente, son miembros de la institución los bancos centrales de América Latina y el Caribe, bancos centrales extrarregionales, así como organismos supervisores y entidades regionales del sector financiero. La lista completa se detalla en la contraportada. En los campos monetario, financiero y bancario el **CEMLA** promueve investigaciones, organiza reuniones y seminarios internacionales y recoge experiencias que sistematiza por medio de la administración de programas de capacitación y de asistencia técnica que contribuyen a formar y actualizar a los funcionarios de sus instituciones miembros.

Uno de sus objetivos es informar sobre la evolución del pensamiento económico dentro y fuera de la región, y difundir los hechos de importancia en materia de políticas monetaria, financiera y cambiaria, fundamentalmente. Sus libros, revistas y boletines contienen un vasto material de estudio y constituyen una permanente fuente de información para los estudiosos de estos temas.

BOLETÍN

Suscripción anual: 70.00 dólares (América Latina y el Caribe: 45.00 dólares; estudiantes y maestros: 35.00 dólares). Ejemplar suelto: 12.00 dólares (América Latina y el Caribe: 8.00 dólares; estudiantes y maestros: 6.00 dólares).

Suscripciones y pedidos:

*Claudio Antonovich
CEMLA, Departamento de Relaciones públicas
Durango nº 54, México, D. F., 06700, México*

*Teléfono: (525) 533-03-00, ext.: 255
Telefax: (525) 525-44-32
Internet: <http://www.cemla.org>*

MIEMBROS DEL CEMLA

ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco de Guatemala
Centrale Bank van Aruba	Bank of Guyana
Central Bank of the Bahamas	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Barbados	Banco Central de Honduras
Central Bank of Belize	Bank of Jamaica
Banco Central de Bolivia	Banco de México
Banco Central do Brasil	Bank van de Nederlandse Antillen
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central del Ecuador	Banco Central del Uruguay
Banco Central de Reserva de El Salvador	Banco Central de Venezuela

COLABORADORES

Bancos centrales

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	Bank of Japan
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal
Banque de France	

Otras instituciones

Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (Bolivia)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.
Superintendencia de Bancos (Panamá)	Fondo Latinoamericano de Reservas