

## EN ESTE NÚMERO

- 130 Indicadores**
- 131 Actualidad**  
*La OEI y el asesoramiento cambiario del FMI*
- 134 Políticas**  
*Global Financial Stability Report*
- 136 Panorama nacional**  
*La prosperidad belga*
- 138 Panorama regional**  
*Los exportadores de petróleo de África*  
*Perspectivas de Oriente Medio y Asia central*  
*Las afluencias de capital de Asia central y el Cáucaso*
- 144 Foro**  
*Las lecciones de las crisis de la deuda soberana*

## El asesoramiento cambiario del FMI sobre el tapete

Pág. 131

Un nuevo informe de la Oficina de Evaluación Independiente sobre la utilidad del asesoramiento del FMI en materia de tipos de cambio pone sobre el tapete el papel de la institución en la supervisión cambiaria, una de sus funciones centrales. El informe recomienda reajustes profundos para llenar ciertas brechas en la eficacia. Rodrigo de Rato, Director Gerente del FMI, afirmó que ya se han puesto en marcha modificaciones al marco del asesoramiento sobre cuestiones cambiarias.



China Newsphoto

## La rápida evolución financiera engendra nuevos riesgos

Pág. 135

Frente a una circulación transfronteriza de capitales sin precedentes y nuevas clases de activos e inversionistas, el sistema financiero mundial debe estar alerta a nuevos riesgos, sobre todo porque los inversionistas se aventuran en terrenos desconocidos, se sostiene en la última edición de *Global Financial Stability Report* del FMI. Una de las tareas más apremiantes es fomentar una buena coordinación transfronteriza entre el país de origen y los reguladores de los países anfitriones.



Keith Levitt Photography

## Bélgica: Cómo mantener la prosperidad actual

Pág. 136

La economía belga está viviendo una sólida expansión: se desempeña mejor que el promedio de la zona del euro y está muy por encima de la tendencia a largo plazo, gracias a políticas prudentes como el recorte de la deuda pública y la reforma del mercado laboral. Pero el rápido envejecimiento de la población acarrea repercusiones sustanciales para las finanzas públicas, y la competencia mundial es cada vez mayor. Esto significa que Bélgica debe acelerar la reforma fiscal y laboral para proteger la salud de la economía.



Francis Lenoir/Reuters

## Panorama favorable para Oriente Medio y Asia central

Pág. 140

Todos los grupos de países de Oriente Medio y Asia central —exportadores de petróleo, mercados emergentes y países de bajo ingreso— están creciendo a buen paso, según las perspectivas para la región que acaba de publicar el FMI y que prevén un crecimiento promedio del PIB de más de 6% este año. Existen riesgos como la desaceleración del crecimiento mundial y la agudización de la volatilidad en los mercados financieros, pero los países de la región están cada vez más preparados para enfrentar los shocks.



Fats/Paaspak

## Nota a los suscriptores

### Cambio de frecuencia del *Boletín del FMI*

El *Boletín del FMI* está modernizándose. Para facilitar la consulta de nuestro contenido y permitir actualizaciones más frecuentes, pronto aparecerá una versión en el sitio del FMI en Internet, *www.imf.org*. Al mismo tiempo, la versión impresa se publicará en forma mensual en lugar de quincenal.

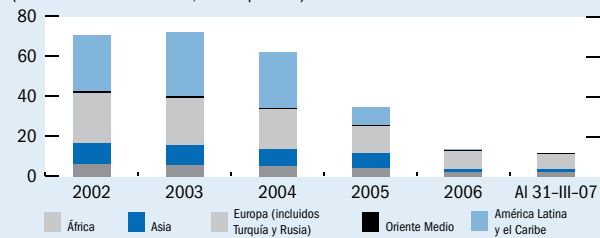
**Motivos del cambio:** Las encuestas entre los lectores han indicado la necesidad de un acceso más inmediato y frecuente al contenido del *Boletín del FMI*. Al mismo tiempo, han manifestado la necesidad de un compendio de las noticias y estudios del FMI. Para satisfacer estas necesidades desiguales, y en vista de los diversos niveles de acceso a Internet en todo el mundo, el *Boletín del FMI* planea lanzar una edición electrónica periódicamente actualizada y accesible a través de *www.imf.org*, mientras sigue ofreciendo un compendio mensual impreso.

**Elección de formato:** Los lectores que deseen actualizaciones frecuentes podrán suscribirse gratuitamente al sistema de notificación del FMI por correo electrónico, en la página inicial del FMI en Internet. Quienes prefieran la versión impresa podrán suscribirse a la edición mensual.

## Indicadores

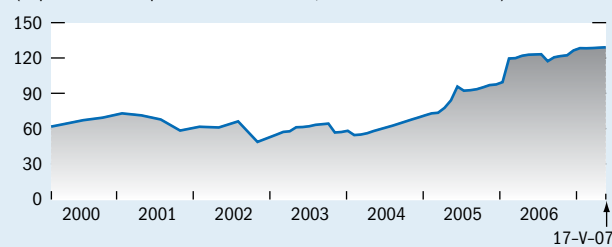
### Crédito total del FMI y préstamos pendientes de reembolso, por región

(Miles de millones de DEG, fin del período)



### Recursos del FMI disponibles

(Capacidad de compromiso futura a un año; miles de millones de DEG)



Nota: Los derechos especiales de giro o DEG son un activo de reserva internacional creado por el FMI en 1969 para complementar las reservas oficiales de los países miembros. Los DEG se asignan a los países en proporción a su cuota en el FMI.

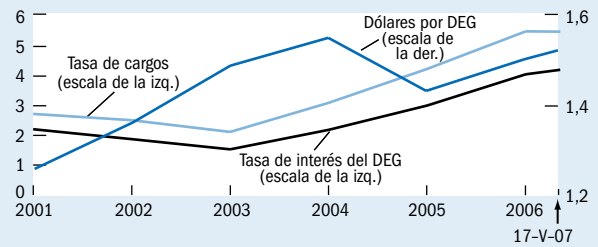
### Préstamos pendientes de mayor cuantía

(Miles de millones de DEG, al 30-IV-07)

No concesionarios		Concesionarios	
Turquía	5,24	Pakistán	0,92
Ucrania	0,46	Congo, Rep. Dem. del	0,55
República Dominicana	0,33	Bangladesh	0,32
Iraq	0,30	Georgia	0,16
Sudán	0,26	Yemen, República del	0,14

### Tasas relacionadas

Tasas de interés del DEG, tasa de cargos de los préstamos no concesionarios del FMI pendientes de reembolso y dólares por DEG (Porcentaje, fin del período)



Los DEG también sirven como unidad de cuenta para el FMI y otros organismos internacionales. Su valor se basa en una cesta de monedas internacionales principales.

Informe de la Oficina de Evaluación Independiente

**El asesoramiento cambiario del FMI sobre el tapete**

La Oficina de Evaluación Independiente (OEI) recomendó reajustes profundos del asesoramiento del FMI sobre política cambiaria —una de sus principales tareas— para llenar ciertas brechas en la eficacia. En el informe publicado el 17 de mayo, que abarca la actividad entre 1999 y 2005, la OEI reconoció que la calidad del asesoramiento había mejorado en algunos aspectos, citando numerosos ejemplos de solidez en el análisis y la dedicación del personal. Pero también mencionó demasiados casos en que faltó una participación eficaz.

Los directores ejecutivos del FMI avalaron en términos generales la conclusión de la OEI de que el asesoramiento cambiario del FMI no demostró el grado de eficacia necesario en 1999–2005. Asimismo, convinieron en que la institución debería esforzarse por mejorar la eficacia de su análisis, asesoramiento y diálogo con los países miembros y por sustraerse a la impresión de asimetría en la supervisión de cuestiones cambiarias. Rodrigo de Rato, Director Gerente del FMI, señaló que ya se han lanzado muchas iniciativas en ese sentido, y que tanto el personal como la gerencia estaban en desacuerdo con algunas conclusiones del informe (véase la pág. 132).

Junto con documentación de referencia, la OEI examinó los dos últimos informes anuales que el FMI elaboró sobre la mayoría de los países miembros hasta 2005 y que contienen el asesoramiento brindado a los gobiernos en torno a diversas cuestiones económicas. Asimismo, evaluó en detalle el asesoramiento sobre temas cambiarios que recibió un grupo de 30 países, entrevistó a autoridades nacionales y a funcionarios del FMI, y llevó a cabo dos encuestas entre los bancos centrales o ministerios de Hacienda de todos los países miembros y entre el personal jerárquico del FMI que trabaja directamente en el tema.

La OEI se propuso averiguar si hay una definición y una comprensión clara del papel del FMI, qué calidad ofrecen el asesoramiento y los análisis en que se basa, y qué eficacia tiene el diálogo con las autoridades. La conclusión fue que el FMI sencillamente no se desempeñó con la debida eficacia en el análisis y el asesoramiento, ni en el diálogo con los países miembros, por las siguientes razones:

- Los gobiernos no comprenden el papel del FMI en la supervisión cambiaria y algunos países no cumplen con sus obligaciones como miembros de la institución (por ejemplo, en el suministro de datos pertinentes).
- Algunos países miembros tienen la impresión de que no hay un trato equitativo (con la implicación de que el FMI trata a los países avanzados “con guantes de seda”).



Recuento de billetes en un banco de la provincia de Jiangsu, China, uno de los 30 países comprendidos en el informe de la OEI.

**En el ámbito de la supervisión cambiaria, las reglas del juego no están claras ni para el FMI ni para los países miembros.**

—Oficina de Evaluación Independiente

- Falta profundidad concretamente en el análisis y el asesoramiento sobre la selección del régimen cambiario, lo cual se combina con una falta de atención a la puesta en práctica.
  - Falta profundidad en el análisis de las dimensiones de la política cambiaria que abarcan varios países (como los efectos secundarios), lo cual se traduce en una falta de atención a las interdependencias y a la posibilidad de coordinación de las políticas.
- La gerencia y el Directorio Ejecutivo del FMI no pautan ni incentivan debidamente un análisis y asesoramiento de buena calidad sobre temas cambiarios.
- No hay un diálogo productivo entre el FMI y muchos de los países miembros, aunque ciertamente existen excepciones.

**El papel del FMI**

De acuerdo con el Convenio Constitutivo, el FMI “ejercerá una firme supervisión de las políticas de tipos de cambio de los países miembros”. El significado de esta disposición en la práctica quedó esclarecido en la Decisión de 1977 sobre la Supervisión de las Políticas de Tipo de Cambio y en varias decisiones del Directorio Ejecutivo, que sugirieron examinar aspectos como la selección de régimen cambiario (fijo, vinculado o flotante), el nivel del tipo de cambio (el valor de la moneda en comparación con otros países), el uso de políticas de intervención para mantener el tipo de cambio a un nivel determinado, y la coherencia general de la política cambiaria con otras políticas económicas. Pero según la OEI, en el ámbito de la supervisión cambiaria, las reglas del juego no están claras ni para el FMI ni para los países miembros, como tampoco lo están las pautas operacionales que reciben los técnicos del FMI.

La OEI respaldó esta conclusión con respuestas a la encuesta de los bancos centrales y los ministerios de Hacienda, que revelaron diferencias entre lo que se espera del FMI y lo que este hace en efecto. Del lado positivo, dos tercios de los participantes opinaron que el FMI había desempeñado bien el papel de asesor confidencial y de interlocutor intelectual. Y la mitad, más o menos, dijo que el FMI había acertado en su contribución para forjar un consenso sobre la modificación de las políticas. Sin embargo, respecto de todos estos papeles fueron más que nada las autoridades de los grandes países de mercados emergentes —un grupo clave en el FMI— las que sintieron que hubo oportunidades desaprovechadas en el diálogo con la institución.

Alrededor de dos tercios de los participantes del sondeo dijeron que el FMI se había desempeñado en la medida justa al garantizar credibilidad y otorgar préstamos para contingencias. Pero menos de la mitad le atribuyó la misma calificación en los casos en que intermedió en la coordinación de políticas internacionales o tuvo que decirle verdades descarnadas a la comunidad internacional; de hecho, los países avanzados lo instaron a abandonar la reticencia. Un 40% del personal del FMI también opinó que la institución podría jugar un papel más activo en la coordinación de las políticas internacionales.

### La calidad del análisis y del asesoramiento

El estudio de la OEI reveló proporciones casi idénticas de autoridades que opinan que el asesoramiento y el análisis del FMI han mejorado y de autoridades que no ven grandes cambios entre 1999 y 2005. Nuevamente, el grupo más crítico fue el de los grandes países de mercados emergentes, mientras que las respuestas más positivas provinieron de los pequeños mercados emergentes y de los países en desarrollo.

Uno de los principales escollos para el análisis es la falta de datos pertinentes y de buena calidad sobre la gestión cambiaria. El personal del FMI mencionó las deficiencias de los datos como una de las trabas de los análisis cambiarios correspondientes a 37% de los países en los que habían trabajado. Y en casi la cuarta parte de los casos las autoridades nacionales optaron por no revelar información pertinente sobre, por ejemplo, la intervención en los mercados de divisas. La OEI también señaló que algunos de los principales tenedores de reservas de divisas no divulgan la composición de esas reservas.

Pese a los problemas de los datos, la OEI señaló que sus conclusiones revelan una disparidad entre la calidad del asesoramiento y el tipo de análisis que desearían recibir muchos gobiernos de economías avanzadas y de mercados emergentes. Aunque hubo autoridades que subrayaron el valor y la excelencia

## La respuesta

# El FMI sopesa las recomendaciones sobre su labor cambiaria

**E**l FMI ya comenzó a modificar el marco de la supervisión cambiaria de acuerdo con varias de las recomendaciones que figuran en el informe de la Oficina de Evaluación Independiente (OEI), según Rodrigo de Rato, Director Gerente de la institución.

Estas iniciativas apuntan a perfeccionar las herramientas analíticas aplicadas a los tipos de cambio, integrar mejor el análisis del sector financiero a la supervisión del FMI y abordar temas de importancia mundial a través de consultas multilaterales con los protagonistas centrales de la economía mundial. El FMI también aclarará los parámetros de su mandato de supervisión poniendo al día la Decisión adoptada en 1977 que guía su actividad en la materia.

Aunque el informe representa un aporte oportuno al debate, explicó De Rato, también sufre de ciertas limitaciones: “El informe reúne una abundancia de datos valiosos. Su aplicación ha quedado algo limitada, no obstante, porque no tiene en cuenta las iniciativas concretas lanzadas desde 2005. Además, sus conclusiones no están respaldadas del todo por los hechos”.

Mark Allen, Director del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas, comentó que no le extrañaba que la

OEI hubiera encontrado elementos que se pueden mejorar. “La supervisión de los tipos de cambios es un reto enorme. No hay teorías económicas ampliamente aceptadas para analizar muchas de sus dimensiones. Y además hay numerosas aristas políticas que también están bajo la influencia de los mercados”. Pero al igual que el Director Gerente, el personal del FMI señaló que el informe había desestimado muchas de sus propias pruebas en respaldo de la calidad de la labor realizada, así como los avances logrados durante el período en cuestión, y que en ocasiones partía de premisas poco realistas en cuanto a la influencia que el FMI puede ejercer sobre los países miembros.

En sus deliberaciones del 9 de mayo, el Directorio Ejecutivo del FMI manifestó su satisfacción con el informe por considerarlo “un aporte importante para que el FMI pueda seguir respondiendo a la rápida evolución de la economía mundial”, y recalzó “la responsabilidad mancomunada del Directorio, la gerencia y el personal del FMI —y también de las autoridades nacionales— para llevar adelante esos objetivos”.

De Rato anunció que el Directorio Ejecutivo recibiría propuestas concretas inspiradas en las recomendaciones de la OEI durante los próximos meses. ■

## Qué debería hacer el FMI para mejorar el asesoramiento

El informe de la OEI menciona la necesidad de un esfuerzo concertado del personal, la gerencia y el Directorio Ejecutivo del FMI, junto con los países miembros, para elaborar un asesoramiento más eficaz en la esfera cambiaria. La OEI sometió una serie de recomendaciones a la consideración de la gerencia y del Directorio:

1. Clarificar las reglas del juego sobre la supervisión cambiaria para el FMI y los países miembros.
2. Desarrollar una directiva práctica sobre los aspectos analíticos cruciales, como el uso y las limitaciones de la intervención en los mercados de divisas, en base a las conclusiones de un examen de la estabilidad del sistema monetario internacional a cargo del Directorio Ejecutivo.
3. Garantizar un diálogo más eficaz con los países miembros mediante un enfoque más estratégico y un ajuste de los incentivos de la organización para el personal del FMI.

4. Resolver las incoherencias y las ambigüedades relativas a la clasificación de los regímenes cambiarios que elabora el FMI.
5. Respalda más explícitamente el asesoramiento sobre la selección del régimen cambiario con trabajos analíticos.
6. Mantener al FMI siempre al frente de los nuevos enfoques y metodologías de evaluación de los tipos de cambio.
7. Considerar más detenidamente qué se oculta detrás de los problemas aparentemente graves de suministro de datos.
8. Fijar pautas para mejorar el análisis de los efectos secundarios.
9. Enfocar debidamente los aspectos críticos del trabajo analítico en materia cambiaria dejando en claro las responsabilidades y reconsiderando la estructura de los equipos técnicos.
10. Dejar en claro las reglas de confidencialidad y responsabilización que rigen el diálogo sobre medidas de política cambiaria delicadas.
11. Centrarse en las oportunidades de adoptar medidas multilaterales concertadas.

cia del análisis, otras (y no únicamente las que discreparon con el asesoramiento recibido) afirmaron sin grandes rodeos que estaba por debajo de lo que consideraban apropiado y útil.

La OEI no encontró ningún caso flagrante de desigualdad en el trato de los 30 países seleccionados como muestra, a pesar de lo que describió como una impresión generalizada de que el FMI es más benigno con las grandes economías avanzadas, y señaló que la institución podría haberse esforzado más por despejar esa impresión.

### Impacto del asesoramiento del FMI

En cuanto al impacto del asesoramiento del FMI en las decisiones importantes sobre política cambiaria, 43% de los encuestados lo calificaron de decisivo, y 38%, de marginal.

#### El punto justo

Los tipos de cambio afectan muchos aspectos de la economía de un país y sus relaciones con el resto del mundo. Por eso, las cuestiones cambiarias ocupan un lugar central en los análisis del FMI y en el asesoramiento que les brinda a los 185 países miembros, un proceso que se conoce como “supervisión”.

En la opinión del personal del FMI, la consulta del Artículo IV con China constituye un ejemplo de buena supervisión cambiaria. El informe ahonda en aspectos críticos como el régimen instituido, el nivel del tipo de cambio y las implicaciones de la política china para otros países. Además, pone de relieve las opiniones tanto de las autoridades como de los técnicos del FMI.

Otros ejemplos dignos de mención según el personal son informes sobre países y documentos temáticos concernientes a la Comunidad Económica y Monetaria de África Central (CEMAC), Chile, Colombia, España, Hungría, Nueva Zelandia, Rusia y Sudáfrica.

Para más información, diríjase a [www.imf.org/imfsurvey](http://www.imf.org/imfsurvey).

Las autoridades de las economías avanzadas fueron las que más sintieron que el impacto había sido limitado, mientras que dentro del grupo de las grandes economías de mercados emergentes apenas una minoría lo estimó decisivo. Por el contrario, los pequeños mercados emergentes y los países en desarrollo opinaron mayoritariamente que el asesoramiento había sido determinante para sus decisiones.

En cuanto a la calidad de la interacción con el personal del FMI, casi tres cuartas partes de las autoridades manifestaron que los encuentros habían sido ocasión de verdadero diálogo. Para la mayoría de los encuestados, los funcionarios del FMI se habían mostrado dispuestos a conversar con franqueza, respetando el punto de vista del país. Pero la OEI señaló que, aunque las experiencias abiertamente negativas eran muy contadas, la cuestión más apremiante fue la falta de entusiasmo que varios países expresaron en privado. Según la OEI, esta es una señal de advertencia de que, ante los ojos de algunos países, el FMI proporciona un valor agregado limitado, y de que la institución precisa revitalizar la contribución a las políticas que se plantean los países miembros.

La OEI instó al FMI a tomar medidas para corregir los vacíos en la eficacia de su principal línea de actividad lo antes posible (véase el recuadro de arriba), ya que de lo contrario —teniendo en cuenta que cada vez más países se vuelven hacia otras fuentes de asesoramiento— el FMI podría verse enfrentado en el futuro a graves obstáculos para poder cumplir con sus responsabilidades. ■

Camilla Andersen  
Boletín del FMI

El texto completo, en inglés, de *IEO Evaluation of IMF Exchange Rate Policy Advice, 1999–2005* puede consultarse en [www.ieso-imf.org/eval](http://www.ieso-imf.org/eval), y la respuesta del personal en [www.imf.org/external/np/sec/pr/2007/pr07101.htm](http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2007/pr07101.htm).

## Los efectos de la globalización

### Las instituciones financieras necesitan una regulación al día

La expansión de las instituciones financieras más allá de las fronteras nacionales se aceleró considerablemente en la última década, pero la regulación y la supervisión no siempre lograron seguirle el ritmo. En el sector bancario, donde hay más datos para analizar, la globalización de las instituciones contribuyó a la estabilidad financiera, pero puede haber transformado los riesgos. Para cada institución, la diversificación geográfica significa menos volatilidad de los ingresos y de la valoración de los activos, menos exposición al mercado interno y más acceso a los mercados extranjeros. También nutre la eficiencia y el desarrollo del sector financiero de muchos países, sobre todo los de mercados emergentes, que se benefician de la transferencia de conocimientos y tecnología. Pero la incógnita es qué sucedería con la estabilidad financiera mundial y nacional si ocurrieran perturbaciones graves, tema de la edición de abril último de *Global Financial Stability Report*.

Aunque en los últimos años los sistemas bancarios del mundo entero sobrevivieron a diversos shocks, no fueron puestos a prueba por sacudidas más agudas que amenazarán con desbordarse entre países, instituciones y mercados. Un número relativamente pequeño de instituciones grandes juega hoy un papel central en los mercados financieros locales e internacionales, lo cual podría exacerbar los efectos secundarios de los shocks profundos. Pero no se trata de un problema mundial que atañe solo a las instituciones más grandes: también es una cuestión nacional y regional importante que concierne hasta al banco más pequeño que tenga operaciones internacionales. Según algunos indicadores, el avance de la globalización institucional podría acelerar los efectos transfronterizos, ya sea debido a una mayor exposición a shocks comunes o a desbordamientos institucionales derivados de regímenes de propiedad, compraventas de títulos u otros canales. Por ejemplo, las expectativas implícitas de los mercados en cuanto a las tasas de pérdida son más elevadas entre los grandes bancos con diversificación internacional tomados como grupo que entre todos los grandes bancos, incluso los menos diversificados, tomados como grupo.

#### Fortalecimiento de la supervisión

El quid de la cuestión es el desfase entre el alcance de las actividades de las instituciones y el marco jurídico, regulatorio y de supervisión. El tema es particularmente espinoso cuando las actividades de los bancos extranjeros son extensas e importantes para el país anfitrión. El problema se resuelve en parte si el banco extranjero funciona como una filial constituida localmente en sociedad y no como sucursal, pero aunque las autoridades anfitrionas pueden ejercer así un control de supervisión local más estricto, no tienen acceso garantizado a la información



Una de las tareas más apremiantes es fomentar una buena coordinación transfronteriza entre el país de origen y los reguladores de los países anfitriones.

de relevancia ni pueden responder debida y rápidamente a una crisis. Uno de los retos es organizar una coordinación transfronteriza eficaz entre el país de origen y los reguladores del país anfitrión. Por ende, la supervisión de los riesgos para el sistema financiero debe abarcar los temas sistémicos que conciernen a los bancos globalizados y los temas regionales que se plantean cuando existen varios países anfitriones.

Las limitaciones jurídicas, políticas y de costos dan lugar a obstáculos variados a la hora de cooperar en la supervisión transfronteriza y el manejo de crisis. Existen profundas diferencias entre muchos países en cuanto a objetivos y potestades jurídicas, recursos y pericia, preferencias de riesgo, garantía de depósitos y regímenes de insolvencia. Hay limitaciones parecidas que probablemente dificulten decidir de antemano cómo se repartirán la carga o la pérdida las autoridades del país de origen y de los países anfitriones en caso de quiebra de una institución transfronteriza. Aunque estos factores son significativos, queda mucho por hacer para profundizar la colaboración en la prevención y el manejo de crisis, sobre todo en centros financieros grandes y en Europa.

Las opciones de colaboración van desde deliberaciones convocadas solo para abordar temas de interés mutuo hasta las expectativas comunes de ver realizadas ciertas tareas y la delegación de autoridad. El éxito dependerá de enriquecer la comprensión mutua y forjar lazos de confianza. La organización conjunta de simulaciones de crisis promoverá aún más la concientización y la dedicación de los supervisores y de las autoridades nacionales. Gracias a la constante evolución y aplicación de normas en materia de supervisión internacional y en otras esferas, y a la convergencia de buenas prácticas, los mecanismos y las políticas nacionales adquirirán más transparencia y claridad, dentro de cada país y a escala internacional. ■

Jorge Chan-Lau y Mark Swinburne

FMI, Departamento de Mercados Monetarios y de Capital

## Mercados financieros internacionales: Un sector en evolución

Como producto de la globalización de los mercados financieros mundiales, los capitales circulan con creciente velocidad, y las clases de activos y los tipos de inversionistas son cada vez más diversos. Estos fenómenos están impulsados por la expansión del universo de inversionistas, la liberalización financiera y la innovación tecnológica, que permiten volcarse a nuevos mercados y nuevos instrumentos, según la última edición de *Global Financial Stability Report* del FMI.

La diversidad de activos, país de origen y tipos de inversionistas lleva a pensar que esta forma de globalización promoverá la estabilidad financiera al distribuir el riesgo más extensamente. Como los horizontes de tiempo son prolongados y el apalancamiento de los inversionistas institucionales —como los fondos de pensiones— es menor, sería más fácil sobrevivir a la volatilidad del mercado. Ahora bien, la velocidad a la que se está produciendo el cambio y la magnitud incomparable de los caudales de capital podrían causar distorsiones pasajeras de los precios en los mercados financieros y crear focos de vulnerabilidad. De hecho, la circulación transfronteriza de capitales se triplicó durante la última década, hasta alcanzar US\$6,4 billones en 2005.

### Nuevas fronteras para el riesgo

En algunos países de mercados emergentes, la demanda creció hasta superar la oferta de activos financieros internos y causó una escalada de precios, una rápida expansión del crecimiento y una apreciación de la moneda. Al mismo tiempo, algunos inversionistas se aventuraron en terrenos más riesgosos con los que están poco familiarizados. Y dado el papel cada vez más

importante que juegan los inversionistas apalancados, como por ejemplo los fondos de inversión libre (conocidos comúnmente como *hedge funds*), hay más posibilidades de sobrevaloración de los activos durante las épocas de prosperidad y, por ende, más probabilidad de riesgo bajista cuando las condiciones financieras empeoren.

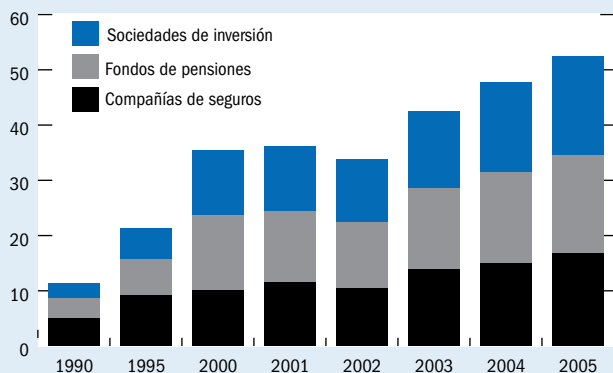
Un objetivo fundamental para muchos países será instaurar políticas estructurales que permitan aprovechar la globalización de la inversión y apuntalar al mismo tiempo la estabilidad financiera. Los países pueden eliminar focos de vulnerabilidad forjando mercados e instrumentos sólidos y creando un ambiente que les permita a los agentes del mercado distribuir y transferir el riesgo a quienes puedan y deseen asumirlo.

Gracias a los cambios demográficos, la evolución de los marcos contables y regulatorios y los ingresos imprevistamente elevados de los países que originan productos básicos, el nivel de acumulación de activos es superior y la distribución de activos, más variable. Los activos gestionados por inversionistas institucionales en los mercados maduros subieron a más del doble durante la última década y en 2005 rondaban US\$53 billones (véase el gráfico); alrededor de la mitad de ese monto le correspondía a Estados Unidos y una cuarta parte a Europa continental, seguida de Japón y el Reino Unido. Asimismo, en la esfera de la gestión de inversiones tradicional los activos de fondos de pensiones administrados por inversionistas institucionales aumentaron sustancialmente. Los fondos de inversión libre también adquirieron una presencia más destacada como vehículo de alto rendimiento, captando por ejemplo activos de fondos de pensiones.

### Una base de activos cada vez mayor

Los activos gestionados por inversionistas institucionales —bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de inversión libre y fondos de inversión colectiva— se han multiplicado rápidamente en los mercados maduros.

(Billones de dólares)



Fuentes: International Financial Services, Londres; OCDE, y estimaciones del personal técnico del FMI.

### Nuevas fuentes de capital

Durante el último quinquenio los países de mercados emergentes se transformaron en exportadores netos de capital y en una clase de inversionistas de gran peso dentro de los mercados maduros. Sus salidas de capital son espejo de la brecha de financiamiento externo de Estados Unidos. Este fenómeno notable, que pone de relieve los desequilibrios de la balanza de pagos mundial, se debe más que nada a las decisiones del sector oficial de los mercados emergentes, sobre todo los bancos centrales y los fondos patrimoniales soberanos. Las reservas oficiales brutas subieron a más del doble desde 2002 y rozaron los US\$5 billones en septiembre de 2006. Los gobiernos de los países que originan productos básicos son hoy grandes inversionistas en instrumentos financieros, particularmente bonos y títulos de renta variable, a través de fondos patrimoniales. ■

Ceyla Pazarbasioglu y Mangal Goswami

FMI, Departamento de Mercados Monetarios y de Capital

## El desafío de Bélgica: Prolongar los buenos tiempos

La economía belga crece con vigor. El crecimiento del producto supera la media de la zona del euro desde 2002 y en 2006 llegó al 3%, la cifra más alta desde comienzos de la década y muy superior a la tendencia a largo plazo. La explicación está en las sólidas políticas económicas. El orden en las finanzas públicas desde comienzos de la década facilitó una reducción sin precedentes de la deuda pública (gráfico 1, panel superior), y las reformas del mercado laboral crearon más oportunidades de empleo. Pero el envejecimiento de la población y la globalización hacen cada vez más patente la necesidad de reforzar aún más las políticas. El cambio de gobierno que ocurrirá este año y la favorable coyuntura macroeconómica son factores propicios para acelerar las reformas.

El rápido envejecimiento proyectado repercutirá con fuerza en las finanzas públicas. En 2050, uno de cada cuatro belgas será mayor de 65 años, frente a la actual cifra de uno en seis. Esto hará que el total del gasto público anual relacionado con la vejez aumente casi 6 puntos porcentuales del PIB. Otra consecuencia será una reducción gradual del empleo (neutralizada solo por un tiempo por la mayor participación femenina), que deprimirá el crecimiento del producto a largo plazo. Para mediados de siglo, cada trabajador tendrá que contribuir con €8.100 más cada año (en euros actuales) para financiar las pensiones y la salud.

La globalización ofrece claras oportunidades de crecimiento para una economía pequeña y abierta como la de Bélgica. Los mayores mercados de exportación y los insumos más baratos podrían estimular la productividad laboral, que ya es una de las más altas del mundo y que, medida por hora, supera a la de Estados Unidos en un 10%, gracias a la eficiencia manufacturera y la especialización de los sectores de uso intensivo del capital, como el químico, el farmacéutico y el de la refinación de petróleo. Pero el deterioro de la competitividad y productividad del país complican la tarea de preservar los elevados niveles de vida.

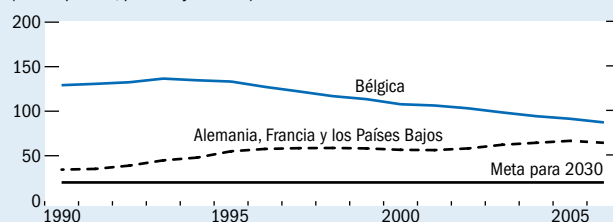
Asimismo, hay que garantizar que las ventajas de la globalización sean universales, pero lo cierto es que, debido a varios problemas estructurales, el empleo en Bélgica es uno de los más bajos del mundo industrializado (gráfico 2). Los costos laborales, que se cuentan entre los más altos de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), han hecho que los trabajadores poco calificados y la producción basada en la mano de obra cedieran terreno a la producción basada en el capital. Apenas un 40% de los obreros poco calificados trabaja, y el desempleo en ese grupo es uno de los más altos de la Unión Europea. Los altos costos e impuestos laborales también perjudican la oferta de trabajo: en una semana, un obrero belga trabaja medio día menos que sus pares

Gráfico 1

### Un presupuesto adecuado

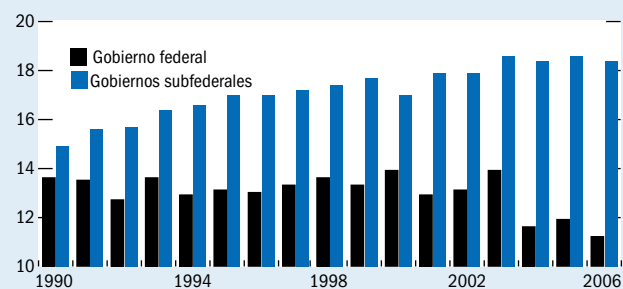
Pese a su caída sin precedentes, la deuda pública deberá reducirse aún más para solventar los costos del envejecimiento de la población.

(Deuda pública, porcentaje del PIB)



Disminuyen los ingresos del gobierno federal, en tanto que aumentan los de los gobiernos subfederales.

(Ingresos netos totales, porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades de Bélgica, Eurostat y personal técnico del FMI.

en otras economías de la OCDE. Las prestaciones de desempleo son generosas y no incentivan mucho la participación en el mercado laboral. Los criterios de activación no se verifican estrictamente y la escasez de mano de obra en ciertas regiones y sectores evidencian un desfase fundamental de aptitudes y la poca movilidad laboral.

### Revisar la estrategia actual

Ante el problema de los costos del envejecimiento, la estrategia del gobierno consiste en acumular superávits fiscales y emprender reformas en favor del crecimiento y de la productividad. Hasta ahora las medidas han tenido éxito y la estrategia aún es válida, pero hay que apresurar su plena ejecución y reforzar las políticas:

- **Consolidación fiscal.** El equilibrio fiscal de los últimos siete años ha generado credibilidad, pero los intereses ahorrados por la reducción de la deuda pública se gastaron y se utilizaron para recortar impuestos. La opción que le queda al gobierno es ir acumulando superávits para que en 2013 equivalgan a 1½% del PIB. Pero ni siquiera esta medida previsora será suficiente para lograr los objetivos de equidad intergeneracional; en su momento será



necesario incrementar las contribuciones al seguro social. La meta debe ser más ambiciosa y, sobre todo, tiene que contar con un plan válido a mediano plazo para reducir los gastos.

- **Mejores tasas de empleo.** Los aumentos naturales de la participación femenina en la fuerza laboral y el efecto de reformas recientes elevarán las tasas de empleo, pero no a un nivel acorde con el que exige la estrategia fiscal. Será entonces crucial profundizar la reforma de las instituciones del mercado laboral, teniendo muy en cuenta las crecientes presiones competitivas.

- **Fomento de la productividad.** Para explotar las nuevas ventajas tecnológicas y acelerar el aumento de la productividad, habría que facilitar aún más la competencia, por ejemplo, en el sector de los servicios minoristas y financieros.

- **Mayor reforma de las prestaciones.** Para evitar los costos excesivos y afianzar la credibilidad y sostenibilidad del sistema cabría modificar el régimen de pensiones en forma leve pero justa, por ejemplo, eliminando gradualmente la jubilación anticipada e introduciendo la plena equidad actuarial y la coherencia entre el período de contribución y la esperanza de vida.

Para lograr la sostenibilidad fiscal también habrá que corregir los desequilibrios emergentes entre las presiones de gasto y el aumento de los ingresos en todos los niveles del gobierno (gráfico 1, panel

inferior), que sin duda se agravarán con el envejecimiento de la población. A escala federal, el problema es el incremento del gasto relacionado con el envejecimiento y la reducción del ingreso proporcional de contrapartida, sobre todo debido a los recortes de las contribuciones al seguro social. En cambio, a escala subfederal, los acuerdos de descentralización previos han reforzado los ingresos, pero sin incentivar debidamente el ahorro. La revisión de los acuerdos de federalismo fiscal debería empezar ya, porque los efectos de los cambios toman tiempo. El objetivo debe ser distribuir mejor la carga fiscal del envejecimiento entre todos los niveles de gobierno y garantizar la responsabilización y la coordinación de las políticas presupuestarias y económicas entre las entidades públicas.

### Mercados laborales: Panacea o talón de Aquiles

Las reformas del mercado laboral, enmarcadas en el pacto generacional de reciente aprobación, demuestran la intención de promover las oportunidades y la rentabilidad del trabajo, pero no harán mucha mella en las tendencias demográficas del empleo. De ahí la necesidad de estimular la demanda y oferta de trabajo con un conjunto equilibrado de reformas laborales y fiscales que no perjudiquen las finanzas públicas. Se debe reducir más la cuña tributaria del trabajo y racionalizar las prestaciones de desempleo, haciendo más estrictos los criterios de acceso y duración y promoviendo la capacitación. Y para que las políticas activas de mercado laboral (asistencia de colocación, capacitación y supervisión) resulten más eficaces, será necesario simplificarlas, evaluarlas sistemáticamente y coordinarlas entre las regiones.

Una mayor flexibilidad salarial aliviaría mucho las presiones competitivas. El marco básico de negociación salarial ha moderado los sueldos, pero no ha propiciado la remuneración diferenciada entre sectores, empresas y regiones, y ha favorecido más la protección del empleo que la creación de puestos de trabajo. Aunque sería útil que los convenios salariales reflejaran mejor las condiciones de cada región, sector y empresa, lo que en realidad parece hacer falta es un replanteamiento fundamental del sistema de negociación salarial. Hay dos opciones: una moderación salarial interminable —que a veces la pagan los contribuyentes— para resucitar industrias moribundas o una entrada decisiva en sectores con perspectivas salariales más prometedoras.

La preservación de los niveles de vida relativamente altos de Bélgica dependerá también de la capacidad del país para fomentar el capital humano y para desarrollar y adoptar nuevas tecnologías. La capacitación en el trabajo y a lo largo de la vida profesional protege la competitividad de la mano de obra, y la mayor calidad y eficiencia de la educación debe nutrir una fuerza laboral calificada que siga atrayendo la inversión extranjera. Por eso deben impulsarse con afán las actuales iniciativas de investigación y desarrollo. ■

Rodolfo Luzio

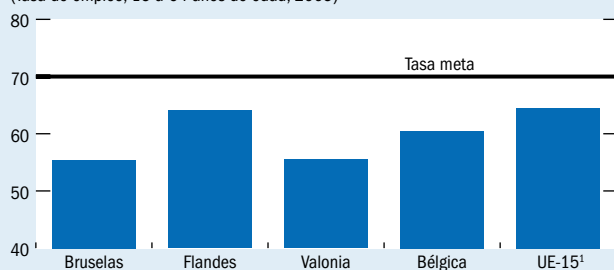
FMI, Departamento de Europa

Gráfico 2

#### Se buscan trabajadores

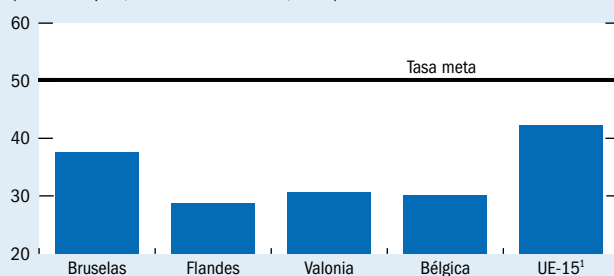
Hay que elevar la tasa de empleo a fin de generar los ingresos necesarios para reducir la deuda. . .

(Tasa de empleo, 15 a 64 años de edad, 2005)



. . .sobre todo entre los trabajadores más viejos, muchos de los cuales acceden a la jubilación anticipada.

(Tasa de empleo, 55 a 64 años de edad, 2005)



Fuentes: Autoridades de Bélgica, Eurostat y personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>UE-15 = Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Portugal, el Reino Unido y Suecia.

## Ahorro y gasto de los países africanos exportadores de petróleo

Los precios del petróleo rozan máximos históricos desde hace más de dos años y los países productores se han beneficiado de exportaciones e ingresos astronómicos. En África, un nivel elevado de precios suele ir acompañado de un aumento de la producción, ya que los yacimientos alejados se vuelven económicamente viables. Las arcas de los Estados están colmadas, y esta bonanza representa para África una oportunidad para enfrentar problemas espinosos y de larga data y para asestar un golpe decisivo a la pobreza. Pero la historia muestra lo difícil que es usar los recursos naturales de manera eficaz y productiva.

Muchos de los auges petroleros del pasado promovieron el derroche y la corrupción, en vez del crecimiento y la reducción de la pobreza. Esta vez, numerosos exportadores están usando estos ingresos extraordinarios para recortar deudas, acumular reservas y mantener el aumento del gasto dentro de límites relativamente prudentes. Sin embargo, la presión crece y los países africanos tienen por delante la ardua tarea de encontrar un equilibrio óptimo entre ahorro y gasto que beneficie a la sociedad de hoy y a las generaciones de mañana.

En el último informe sobre las perspectivas regionales de África subsahariana y en un estudio publicado hace poco, el FMI aborda algunos de los retos macroeconómicos más destacados para la política fiscal. Los auges petroleros engendran una problemática muy especial, ya que crean la expectativa de ver atendidas las necesidades sociales apremiantes y subsanada la fragilidad de la infraestructura pública gracias a la riqueza repentina que producen. Pero si el gasto público aumenta con demasiada rapidez, genera



Explotación de petróleo en Nigeria, uno de los países africanos exportadores que está experimentando una bonanza de ingresos y exportaciones.

riesgos macroeconómicos considerables, a corto y a largo plazo. Para evitar una repetición de los ciclos de expansión y colapso del pasado, los productores de petróleo deben tener en cuenta la sustentabilidad fiscal a largo plazo, las presiones macroeconómicas a corto plazo y la capacidad institucional de absorción.

### La sustentabilidad fiscal a largo plazo y la definición del espacio fiscal

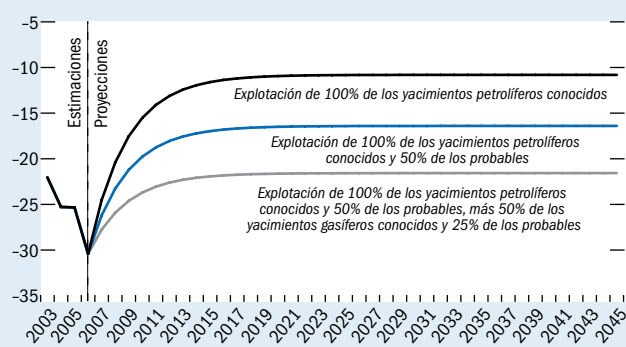
La abundancia de ingresos petroleros crea la ilusión de que ya no hay restricciones presupuestarias. Si las reservas petroleras fueran ilimitadas, entonces los gobiernos podrían consumir directamente todos los ingresos que generan. Pero estos recursos se van agotando poco a poco y llegará el día en el que las reservas habrán desaparecido. Por eso, los gobiernos deben mantener superávits durante las épocas de producción e invertirlos en otras fuentes de riqueza como activos financieros o inversiones públicas productivas, generando así un rendimiento que pueda cubrir indefinidamente la diferencia entre un nivel razonable de gasto público y los ingresos percibidos después de que se haya agotado el petróleo.

De ahí la importancia de que las autoridades fijen un punto de referencia claro para distinguir entre políticas previsoras sólidas y las motivadas únicamente por la demanda inmediata. Un estudio del FMI titulado “Old Curses, New Approaches? Fiscal Benchmarks for Oil-Producing Countries in Sub-Saharan Africa” usa un modelo formal para estimar las trayectorias fiscales que deberían seguir los países petroleros de África subsahariana a fin de que el gasto público no petrolero se mantenga constante como porcentaje del PIB no petrolero en el futuro próximo. Mientras se dispone de ingresos petroleros, ese punto de referencia produce superávits que se vuelcan en inversiones; una vez que el petróleo se agota, el producto de esas inversiones permite mantener el nivel de gasto inicial.

### Cuando se agote el petróleo en África subsahariana

Los países podrán sustentar los déficits no petroleros indefinidamente invirtiendo el excedente de ingresos que produce el petróleo hasta que se agoten<sup>1</sup>.

(Déficit primario no petrolero, 2003-45)<sup>2</sup>



Fuente: FMI, Working Paper No. 07/107.

<sup>1</sup>Supone una tasa de rentabilidad financiera de la inversión de 3,2%.

<sup>2</sup>Gasto no petrolero menos ingreso no petrolero como porcentaje del PIB.

Tomados como grupo, los países petroleros de África subsahariana —Angola, Camerún, Chad, Côte d'Ivoire, Gabón, Guinea Ecuatorial, Nigeria y la República del Congo— registraron un déficit primario (excluido el pago de intereses) no petrolero equivalente al 27% del PIB no petrolero en 2004–06. Las simulaciones del modelo muestran que aun si los precios del petróleo permanecieran a los máximos actuales, el conjunto de productores no podría continuar indefinidamente con el mismo nivel de gasto público (véase el gráfico). El modelo estima que el déficit no petrolero permanentemente sustentable va de 11% —partiendo de la hipótesis más conservadora, en la cual se explotan únicamente los yacimientos conocidos hasta hoy— a 22%, suponiendo que se exploten también la mitad de los yacimientos petrolíferos “probables” y, en el caso del gas, la mitad de los yacimientos conocidos y un cuarto de los yacimientos probables.

La situación fiscal individual de estos países se encuentra considerablemente dispersa en torno a la simulación agregada; en otras palabras, si se aplican los supuestos básicos, las finanzas públicas no son sustentables en ninguno de los principales productores de petróleo. Pero estos puntos de referencia no son inmutables. Toda estimación de un déficit fiscal financiable *ad infinitum* contiene variables cargadas de incertidumbre que están más allá del control del gobierno (los yacimientos y los precios del petróleo) o que son en parte resultado de políticas en marcha (la tasa de rentabilidad financiera, la productividad de la inversión pública). Las políticas previsoras encaminadas a elevar las tasas de rentabilidad de la inversión financiera, social y en infraestructura contribuirían a ampliar el volumen disponible de recursos fiscales sostenibles.

### Determinación de la capacidad de absorción

Una escalada abrupta del gasto público podría plantear riesgos inflacionarios considerables y causar una apreciación rápida del tipo de cambio real, provocando una merma en la competitividad internacional de la economía no petrolera. Pero la magnitud de estos efectos depende de muchos factores, como el margen para externalizar el nuevo gasto o la capacidad para absorberlo a través de la oferta. A fin de aliviar las presiones inflacionarias y subsanar la pérdida de competitividad internacional, el banco central puede vender divisas (si el régimen cambiario es flexible) y absorber un porcentaje sustancial de la liquidez. Al mismo tiempo, el gobierno puede tomar medidas para mejorar la respuesta de la oferta a mediano plazo (creando un clima de negocios más propicio) y consolidar las instituciones fiscales de modo tal que la inversión pública remedie los estrangulamientos que traban la actividad privada.

### Administración pública deficiente

Según cuatro indicadores, los gobiernos de los países petroleros de África subsahariana van a la zaga no solo de los productores de petróleo de otras regiones, sino también de los países de su propia región que no producen petróleo<sup>1</sup>.

	Calidad de la administración presupuestaria y financiera	Eficiencia de la movilización de negocios	Calidad de la administración pública	Transparencia, rendición de cuentas y corrupción en el sector público
Productores de petróleo de África subsahariana	2,9	3,2	2,5	2,4
Productores de petróleo de otras regiones	3,3	3,5	3,0	2,9
No productores de petróleo de África subsahariana	3,1	3,4	2,9	2,8

Fuente: Banco Mundial, índice de distribución de recursos de la AIF, 2005.

<sup>1</sup>Escala: 1=mínimo, 6=máximo.

### Fortalecimiento de la capacidad administrativa

Los países ricos en petróleo enfrentan dificultades particulares al administrar las finanzas públicas, ya que deben evitar que el gasto adicional supere la capacidad institucional y los mecanismos de control presupuestario, que por lo general no están del todo desarrollados. Muchos de los exportadores han robustecido la planificación y la elaboración presupuestaria para cumplir con sus metas fiscales. Con ese propósito, los gobiernos de varios países productores de África subsahariana están intentando priorizar el gasto dentro de un marco a mediano plazo. Además, para que el gasto público sea eficaz, debe ser de buena calidad e ir acompañado de una ejecución estricta de los presupuestos aprobados. En ese sentido, la publicación regular de datos sobre la administración de los ingresos y la gestión del gasto promueve la transparencia y la rendición de cuentas, y facilita una buena toma de decisiones internas. A través de la adopción de la Iniciativa para la Transparencia de las Industrias Extractivas, que contempla la verificación y publicación de los pagos de las empresas y los ingresos del Estado por la extracción de petróleo, gas y minerales, los países productores de petróleo de África subsahariana han avanzado considerablemente hacia una transparencia mayor. Pero no todos los obstáculos están superados (véase el cuadro).

La experiencia histórica, las comparaciones internacionales y los análisis económicos encierran grandes lecciones para África subsahariana sobre cómo evitar los tropiezos del pasado y aprovechar la excelente oportunidad del presente. El mayor desafío será resistir las presiones de gasto a corto plazo y afianzar las instituciones y las políticas para lograr un crecimiento sustentable a largo plazo y una reducción concreta de la pobreza. ■

Jan-Peter Olters  
FMI, Departamento de África

Pueden adquirirse ejemplares, en inglés, de *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa*, abril de 2007, al precio de US\$31, y ejemplares de IMF Working Paper No. 07/107 “Old Curses, New Approaches? Fiscal Benchmarks for Oil-Producing Countries in Sub-Saharan Africa”, de Jan-Peter Olters, al precio de US\$18. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 144. El texto completo, en inglés, puede consultarse en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## Una región dinámica que debe aprovechar el ahorro

El 14 de mayo, en el lanzamiento de la edición de mayo de 2007 de *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, Mohsin Khan, Director del Departamento del Oriente Medio y Asia Central, señaló que el desempeño había sido bueno en todos los grupos de países: exportadores de petróleo, mercados emergentes y bajo ingreso.

El fuerte crecimiento mundial, el buen entorno financiero internacional, el persistente encarecimiento del crudo y de otros productos básicos y las sólidas políticas adoptadas en muchos países sustentan el dinamismo. Se prevé que el crecimiento medio del PIB real se mantendrá en un saludable 6%, con cifras de dos dígitos en los países del Cáucaso y Asia central (véase el cuadro).

No obstante, las cuantiosas entradas de divisas (ingresos de exportación, inversión extranjera directa y remesas), aunadas al rápido aumento de la demanda y a políticas monetarias acomodaticias, están empujando las previsiones de inflación a un 9% este año, frente al 7½% del año pasado. Esta subida es especialmente considerable en los países exportadores de petróleo, donde ya se está empezando a notar una apreciación de los tipos de cambio reales en respuesta al alza del petróleo.

### El factor petróleo

La región se ha beneficiado más que otras de los altos precios del petróleo porque ostenta casi tres cuartos de las reservas comprobadas y un tercio de la producción mundial de crudo. Las alzas en los precios de otros productos básicos también han ayudado a la región, que genera un quinto de la producción mundial de gas y en la que funciona la mayor fundición de aluminio del mundo (Emiratos Árabes Unidos). A su vez, la región es rica en algodón (Uzbekistán), cobre (Armenia y Georgia) y uranio (Armenia y Uzbekistán). En 2006, el PIB regional fue de US\$1 billón 800.000 millones, un tercio de los cuales provino del petróleo. A fines de 2006, las reservas internacionales eran de US\$625.000 millones, frente a cifras de US\$1 billón 100.000 millones y US\$285.000 millones registradas en China y Rusia, respectivamente.

Este año el petróleo y el gas dejarán menos ingresos de exportación y fiscales, ya que se prevé que el precio medio del barril de petróleo bajará de US\$64 en 2006 a US\$61 en 2007. Como resultado, el superávit de la cuenta corriente externa disminuirá, pero solo un cuarto de la reducción proyectada será atribuible a la baja del petróleo. El resto obedecerá a un fuerte aumento de las importaciones debido a gastos en programas sociales y de infraestructura. Como se prevé que las situaciones externa y fiscal seguirán siendo sólidas, los países exportadores

de petróleo de la región deberían poder ejecutar sus planes de inversión sin dejar de ahorrar recursos para el futuro.

### Sostener el crecimiento vigoroso

No obstante, Khan advirtió que hay riesgos, y que “entre los posibles factores adversos está una depresión del crecimiento mundial, quizá provocada por una desaceleración más brusca de lo previsto en Estados Unidos, o un repunte sostenido de la volatilidad del mercado financiero”. A escala regional, Khan señaló la constante amenaza de una escalada de los conflictos.

Por el lado positivo, al incrementar sus reservas internacionales (véase el gráfico) y reducir su deuda, los países de la región se hacen más resistentes a los posibles shocks. Khan dijo que el desafío clave para la región es mantener o acelerar el crecimiento a fin de reducir significativamente la pobreza y el desempleo, pero acotó que “el sólido crecimiento aún no ha

### Asombroso crecimiento

El crecimiento medio del PIB rebasará el 6% en 2007, y en algunos países la cifra será de dos dígitos.

(Variación anual, en porcentaje)	Promedio 1998-2002	2006	Proy. 2007
<b>Oriente Medio y Asia central</b>	<b>3,9</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>
<b>Países exportadores de petróleo</b>	<b>3,7</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>
Arabia Saudita	1,5	4,6	4,8
Argelia	3,6	2,7	4,5
Azerbaiyán	7,7	31,0	29,2
Bahrein	4,8	7,7	6,9
Emiratos Árabes Unidos	4,0	9,7	8,2
Irán	4,2	5,3	5,0
Iraq	...	3,0	10,4
Kazajistán	6,8	10,6	9,0
Kuwait	8,2	5,0	3,5
Libia	2,2	5,6	7,9
Omán	3,6	5,9	6,0
Qatar	7,1	8,8	8,0
Siria	2,4	3,0	3,3
Turkmenistán	15,6	9,0	10,0
<b>Países de bajo ingreso</b>	<b>4,9</b>	<b>9,4</b>	<b>8,6</b>
Afganistán	28,6	8,0	12,2
Armenia	7,9	13,4	9,0
Djibouti	1,6	4,5	5,1
Georgia	3,6	9,0	9,4
Mauritania	3,1	11,7	1,9
República Kirguisa	3,3	2,7	6,5
Sudán	5,5	12,2	11,1
Tayikistán	7,3	7,0	7,5
Uzbekistán	4,1	7,2	7,7
Yemen	4,3	3,8	2,6
<b>Países de mercados emergentes</b>	<b>4,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>
Egipto	5,1	6,8	6,7
Jordania	4,3	6,0	6,0
Libano	2,3	0,0	1,0
Marruecos	3,6	7,3	3,5
Pakistán	3,1	6,2	6,5
Túnez	4,4	5,3	6,0

Fuentes: Autoridades nacionales y estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

generado empleo suficiente para una fuerza laboral en franco crecimiento, y las tasas de pobreza no han cedido mucho, incluso en los dinámicos países de bajo ingreso”. La pobreza se reducirá si los gobiernos de la región mejoran la distribución del ingreso, con lo cual la reforma ganará respaldo y el crecimiento mantendrá su ímpetu.

### Diversos desafíos

Dentro de la región, los diferentes grupos de países enfrentan problemas distintos.

**Países exportadores de petróleo.** En los 14 países exportadores de petróleo se prevé que el crecimiento del PIB será un poco superior al 6% en 2007, pese a una baja proyectada del precio del petróleo. La buena gestión de los ingresos petroleros es crucial. En la mayoría de los países ha repuntado el gasto de inversión: las inversiones para incrementar la producción y la capacidad de refinación aliviarán la poca oferta de productos refinados, y la inversión en los sectores petrolero y no petrolero impulsará las importaciones, lo cual contribuirá a la corrección ordenada de los desequilibrios mundiales.

En ciertos países, hay señales de estrangulamiento de la oferta y recalentamiento. En tales casos, las autoridades deberán considerar la capacidad de absorción de sus economías a la hora de determinar el ritmo de ejecución de grandes proyectos, a fin de garantizar un fuerte crecimiento sostenido en un entorno macroeconómico estable.

En ciertos casos también es necesaria la diversificación de la economía ante la prevista disminución de la producción petrolera, y para ello hay que impulsar el protagonismo del sector privado. Algunas de las reformas para facilitar este proceso consisten en mejorar el clima de negocios, eliminar los controles de precios, desarrollar el sector financiero, permitir una mayor participación privada y extranjera en actividades clave, y reforzar los marcos jurídicos y normativos en general.

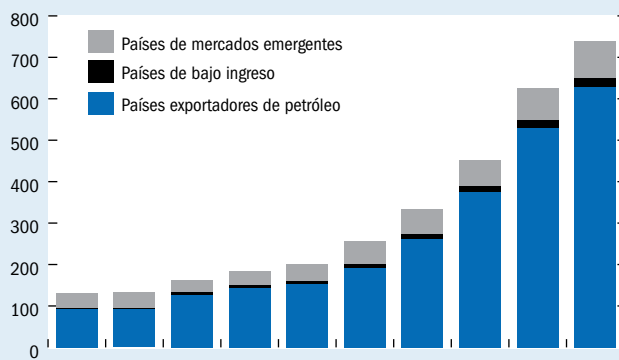
**Países de mercados emergentes.** Cinco de los seis países de este grupo —Egipto, Jordania, Marruecos, Pakistán y Túnez— tenderán a seguir creciendo con fuerza en 2007, pero en el caso de Líbano se prevé una atenuación del crecimiento por la constante tensión política derivada del conflicto con Israel el verano pasado. No se esperan aumentos de la inflación, pero los fuertes déficits fiscales mantienen alta la deuda pública en varios países. En general, la consolidación fiscal será fundamental para preservar la estabilidad macroeconómica, y los gobiernos tendrán que ampliar la base imponible, reducir las exenciones, mejorar la administración tributaria y recortar los subsidios.

**Países de bajo ingreso.** En este grupo se prevé la continuación del crecimiento vigoroso, sobre todo en Afganistán (recuperación de la agricultura y actividad en la construcción

### Las reservas levantan vuelo

Los fuertes ingresos del petróleo le han permitido a la región acumular reservas que la hacen más resistente a posibles shocks.

(Billones de dólares)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

y los servicios), Armenia (dinamismo en la construcción y los servicios y recuperación de las exportaciones), Georgia (fuerte crecimiento de los servicios y la manufactura) y Sudán (más producción petrolera). En Uzbekistán, la firme demanda externa contribuirá a los buenos resultados.

Los gobiernos de los países de bajo ingreso tienen que gestionar el efecto macroeconómico de las inversiones a gran escala con financiamiento extranjero. Gracias al modo en que han afianzado la estabilidad macroeconómica, reducido la deuda y mejorado las políticas en general, estos países están atrayendo más financiamiento, lo que les permitirá invertir más en infraestructura y capital humano, reducir el desempleo y potenciar el crecimiento del producto.

Pero estas ventajas tienen que sopesarse con la necesidad de garantizar la sostenibilidad de la deuda a mediano plazo. Para mitigar los riesgos hay que gestionar bien la deuda, equilibrar el gasto con la capacidad de absorción de la economía y evitar el derroche en la gestión financiera.

**La región en general** se beneficiaría de una mayor ampliación y profundización de los mercados financieros. Concretamente, hay que consolidar el sistema bancario, vigilar los riesgos de mercado e incrementar la profundidad y liquidez de los mercados de capital para atenuar la volatilidad del mercado de activos y usar con eficiencia el cuantioso ahorro de la región. ■

Elisa Diehl  
Boletín del FMI

Pueden adquirirse ejemplares de la edición de mayo de 2007 de *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, al precio de US\$31. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 144. El texto completo, en inglés, puede consultarse en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## El Cáucaso y Asia central

# Pros y contras de la afluencia de capital

**A**l igual que muchos países en desarrollo y de mercados emergentes, nueve países del Cáucaso y Asia central están recibiendo cuantiosas afluencias de divisas y estudian posibles soluciones para controlar la inflación y administrar el tipo de cambio. El 25 de abril en Almaty, Kazajstán, en un seminario organizado por el Departamento del Oriente Medio y Asia Central y copatrocinado por el Banco Nacional de Kazajstán, se analizaron varias opciones de política para maximizar los beneficios de las afluencias para los países, y conservar al mismo tiempo la competitividad externa y el control de la inflación.

Los nueve países —Armenia, Azerbaiyán, Georgia, Kazajstán, la República Kirguisa, Pakistán, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán— están recibiendo una gran afluencia de divisas a sus economías (véase gráfico) en forma de copiosos ingresos de exportación, remesas, inversión extranjera directa y endeudamiento externo de los bancos, estimulados en parte por los altos precios de la energía y la coyuntura favorable de los mercados financieros mundiales. Ello ha contribuido a un crecimiento económico excepcional en la región, superior al 10% anual en promedio en los últimos cuatro años, y a una gran liquidez, un aumento de la inflación y presiones revaluacionistas, que han complicado la aplicación de la política monetaria y cambiaria.

### Problemas potenciales

Lo anterior plantea a las autoridades de estos países dos desafíos potencialmente serios. Primero, están procurando evitar que la apreciación del tipo de cambio afecte su competitividad externa y sus programas de diversificación de exportaciones, controlando al mismo tiempo la inflación. Segundo, tratan de velar por que los sectores financieros en desarrollo de sus economías logren intermediar las cuantiosas afluencias con un riesgo mínimo de problemas futuros para el sector financiero.

El seminario de un día, al que asistieron representantes de los bancos centrales y gobiernos de los nueve países, constituyó un foro para que los participantes debatieran estrategias de administración de las elevadas afluencias de divisas.

Fue inaugurado por el Primer Ministro de Kazajstán, Karim Massimov, y copresidido por Anvar Saidenov, Presidente del Banco Nacional de Kazajstán, y Mohsin S. Khan, Director del Departamento del Oriente Medio y Asia Central.

Después de las palabras de apertura, David Owen (FMI) describió las medidas adoptadas por las autoridades de la región ante esas afluencias, y sus consecuencias macroeconómicas. Observó que todos los países aprovecharon las afluencias para fortalecer en gran medida sus reservas oficiales y que la mayoría —excepto Armenia y, en menor grado,

Kazajstán— ha impedido que varíe el tipo de cambio nominal. Como resultado, el dinero en sentido amplio creció más del 30% en todos los países en 2006. Además, todos, salvo Azerbaiyán y Georgia, han restringido un poco su orientación fiscal para enfrentar esas afluencias.

El resultado ha sido una aceleración de la inflación, que ahora supera el 10% en promedio en la región y ha contribuido a la apreciación del tipo de cambio en prácticamente todos los países.

Aun así, en todos ellos el crecimiento de la exportación no petrolera fue pujante en 2006, superando en muchos casos el 10%. Por lo tanto, el crecimiento global siguió siendo fuerte

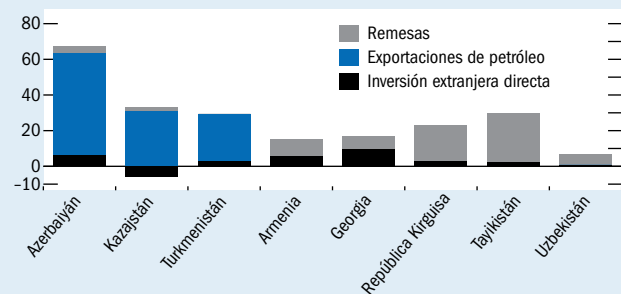


Mohsin S. Khan, Director del Departamento del Oriente Medio y Asia Central del FMI (izq.), y Karim Massimov, Primer Ministro de Kazajstán.

### Aumento de los flujos

Las autoridades del Cáucaso y Asia central deben concentrarse en administrar el gran volumen de capital que ingresa en sus países.

(Promedio del 2005 y 2006, porcentaje del PIB)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

en toda la región, salvo en la República Kirguisa. Cabe señalar que los países que registraron la mayor apreciación real fueron los que tuvieron el crecimiento más pujante.

### Lecciones del exterior

Tras la presentación de Owen, John Wakeman-Linn (FMI) examinó las medidas de los países fuera del Cáucaso y Asia central para administrar este tipo de afluencias, y formuló seis lecciones para las autoridades.

- Primero, puesto que la política monetaria no puede influir sobre el tipo de cambio real más allá del corto plazo, las autoridades monetarias deben centrarse ante todo en mantener la inflación en niveles moderados.

- Segundo, la austeridad fiscal —es decir, recortes de gasto y mayores impuestos— es la única forma de evitar una revaluación real ante estas afluencias, pero podría ser políticamente difícil.

- Tercero, ante la probable apreciación del tipo de cambio real a mediano plazo, serán esenciales reformas estructurales que mejoren el entorno empresarial y alienten el uso de las afluencias para financiar la inversión más que el consumo a fin de proteger la competitividad.

- Cuarto, es improbable que tengan éxito los controles de capital para limitar las afluencias, al menos más allá del corto plazo.

- Quinto, los bancos centrales deben tratar de mantener un buen nivel de reservas internacionales para protegerse de posibles cambios de sentido de las afluencias, velando por que toda acumulación de reservas sea compatible con su objetivo de inflación.

- Sexto, para reducir al mínimo el riesgo de una crisis financiera si los flujos cambian de sentido, los países deben reforzar las reglas de prudencia y otras del mercado financiero y, particularmente en casos de cuantiosas afluencias de corto plazo, tratar de flexibilizar gradualmente sus tipos de cambio.

Se examinaron detalladamente dos estudios de casos del Cáucaso y Asia central. Aasim Husain (FMI) analizó la experiencia de Kazajstán en la administración del alza veloz de ingresos petroleros, inversión extranjera directa y préstamos

bancarios, y observó que Kazajstán había registrado entradas de casi US\$140.000 millones entre 2004 y 2006. Aunque el país ahorró una gran parte en su fondo petrolero, las reservas del banco central también aumentaron notoriamente. Parte

del aumento fue esterilizado, y se adoptó una política fiscal algo más restrictiva, pero aun así el crecimiento del dinero subió a casi el 80% en 2006. Saidenov resaltó los desafíos que plantea la administración de las afluencias para el Banco Central de Kazajstán y subrayó las medidas para restringir la orientación monetaria. Señaló que la inflación repuntó un poco, pero se mantuvo controlada pese al aumento de las afluencias.

Nienke Oomes, Representante Residente del FMI en

Armenia, examinó la gestión de la creciente ola de remesas en dicho país, que han aumentado casi el 500% en seis años. Al contrario de otros países de la región, Armenia ha tratado de mantener controlada la inflación pese a las afluencias y, en los dos últimos años, la ha mantenido en un promedio de menos del 2%. Como resultado, el tipo de cambio nominal se ha apreciado cerca del 30% en esos dos años, pese a la continuada orientación fiscal restrictiva. Aun así, el déficit en cuenta corriente ha disminuido moderadamente en los últimos años, la exportación se ha mantenido casi constante como porcentaje del PIB, el cual ha crecido a niveles de dos dígitos en los últimos cinco años.

Tigran Sargsyan, Presidente del Banco Nacional de Armenia, convino con la evaluación del desempeño del país y señaló que no se sabe si la apreciación real

perjudicará las exportaciones armenias a mediano plazo.

Tras cada presentación siguieron animados debates, centrándose los participantes en la aplicación de las lecciones a las circunstancias de sus países. Khan observó que el seminario había planteado importantes interrogantes, y al menos dos de ellos —las causas del fuerte crecimiento de la demanda monetaria en la región y el posible impacto de la apreciación real a mediano plazo sobre las exportaciones— serán investigados por el FMI. ■



Anvar Saidenov, Presidente del Banco Nacional de Kazajstán (izq.), y Willy Kiekens, Director Ejecutivo del FMI por el grupo de países del que forma parte Kazajstán.

**Puesto que la política monetaria no puede influir sobre el tipo de cambio real más allá del corto plazo, las autoridades monetarias deben centrarse ante todo en mantener la inflación en niveles moderados.**

John Wakeman-Linn

FMI, Departamento del Oriente Medio y Asia Central

## En búsqueda de crisis perdidas

Un foro organizado por el FMI el 10 de mayo reunió a destacados expertos del sector financiero que debatieron las lecciones de las crisis de deuda soberana ocurridas durante la última década, el perfil que probablemente adquieran en el futuro y el papel del FMI en la prevención de crisis en los mercados emergentes.

Jeromin Zettelmeyer, del FMI, presentó el libro que acaba de publicar con Federico Sturzenegger, de la Universidad de Harvard, titulado *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*. La obra explora a fondo siete crisis acaecidas desde 1998 —en Rusia, Ucrania, Pakistán, Ecuador, Argentina, Moldova y Uruguay— y contiene una breve descripción de la crisis que golpeó a la República Dominicana. En cada caso, los autores se plantean cómo se desarrolló la crisis, qué costo le acarreó al país, qué parte de la deuda se reestructuró y en qué condiciones.

### Evaluación de las crisis

Las conclusiones generales son que las crisis resultan muy costosas para los países en términos de pérdida del producto y dislocación económica; que suelen ser “dobles” o incluso “triples” cuando afectan a la moneda, a la deuda y al sector bancario, y que los países se recuperaron con bastante rapidez tras la reestructuración de la deuda. En casi todos los casos, la reestructuración se llevó a cabo en un plazo razonablemente breve, con tasas de participación elevadas. Las pérdidas de los inversionistas fueron de cero a 75% en algunas crisis, pero aun así la rentabilidad de la deuda de los mercados emergentes desde 1990 es muy superior al promedio histórico.

El libro muestra que, al contrario de lo que cabría esperar, el paso de préstamos sindicados a bonos —con creciente frecuencia los inversionistas son los acreedores y tienen una relación de negocios menos duradera con los países— no ha frenado la reestructuración de la deuda, ni ha reducido las tasas de participación, ni ha forzado a los países a repetir la reestructuración. Además, en los últimos años hubo países que reestructuraron sin caer en mora, un buen indicio para la prevención de crisis más profundas.

Zettelmeyer y Sturzenegger también exponen los principales indicadores de solvencia y liquidez, muestran cómo llevar a cabo descomposiciones de la dinámica de endeudamiento y análisis de sostenibilidad de la deuda, y explican cómo estimar los valores de recuperación y evaluar el impacto financiero de la cesación de pagos.



Durante la crisis rusa, que se desató en 1998, la economía se contrajo casi 8%.

nibilidad de la deuda, y explican cómo estimar los valores de recuperación y evaluar el impacto financiero de la cesación de pagos.

En una mesa redonda, los representantes de diversas instituciones académicas y del sector privado elogiaron la obra, calificándola de referencia irremplazable para comprender las crisis de la década pasada. William R. Cline, del Peterson Institute, se hizo eco de esa opinión, pero añadió que le habría gustado que los autores hubieran “dado una calificación a cada país según su manejo de la crisis” y que hubieran reconocido con más franqueza que algunos países “manejaron las crisis muy mal”.

John Lipsky, Primer Subdirector Gerente del FMI, describió la obra como “un compendio muy útil” de las crisis de deuda soberana de la última década e hizo referencia al “excelente análisis” de los logros por parte de las autoridades nacionales y del fortalecimiento de la seguridad del sistema financiero mundial gracias al empeño puesto en la arquitectura financiera internacional, acotando que aún queda mucho por hacer. Sturzenegger y Zettelmeyer hablaron de algunos de los últimos conceptos sobre prevención y solución de crisis, como el de “preparación para la crisis” mediante “cortafuegos” —políticas que dificultan la transmisión de una crisis de un sector a otro—, entre otros instrumentos. Brad Setser, de Roubini Global Economics, uno de los participantes, afirmó que la idea es prometedora. ■

Glenn Gottselig

FMI, Departamento de Relaciones Externas



Laura Wallace

Directora

Jeremy Clift

Redactor Jefe

Elisa Diehl

Redactora a cargo de la Producción

Camilla Andersen

Ina Kota

James Rowe

Simon Willson

Redactores

Lijun Li

Kelley McCollum

Ayudantes de Redacción

Julio Prego

Editor de Artes Gráficas

Jorge Salazar

Diseñador Gráfico

### Edición en español

División de Español

Departamento de Tecnología

y Servicios Generales

Marcelo Mareque

Traducción

Virginia Masoller

Corrección de pruebas

Tania Fragnaud

Composición gráfica

El Boletín (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 22 números y el *FMI en Foco* en español, francés e inglés. Las opiniones e información publicadas no representan necesariamente la posición oficial del FMI. Los mapas que se publican para orientar a los lectores provienen de la sexta edición de *Atlas of the World*, de *National Geographic*; los nombres y las fronteras que aparecen en los mismos no reflejan la posición del FMI con respecto a la situación jurídica de ningún territorio, ni tampoco la conformidad de la institución en relación con dichas fronteras. El material publicado puede reproducirse mencionando la fuente de información, salvo las fotografías e ilustraciones que no pueden reproducirse en forma alguna. La correspondencia debe dirigirse a: Current Publications Division, Room 7-106, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-8585; correo electrónico: [imfsurvey@imf.org](mailto:imfsurvey@imf.org).

El precio de la suscripción anual, para empresas privadas y particulares, es de US\$120. Para solicitar la suscripción al *Boletín del FMI* o publicaciones del FMI, sírvase dirigirse a: IMF Publication Services, Box X2007, IMF, Washington, DC 20431 EE.UU. Tel.: (202) 623-7430; Fax: (202) 623-7201; Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

El *Boletín del FMI* se distribuye por correo aéreo (Canadá, Estados Unidos y México: first class; otros países: airspeed).