

EN ESTE NÚMERO

- 154 Calendario
 154 Indicadores
 155 Actualidad
Informe de la OEI sobre la liberalización de la cuenta de capital
Colombia
De Rato en Níger
 159 Foro
Conferencia sobre el algodón
Financiamiento estructurado
 162 Análisis
Costo de las reservas
 164 Panorama nacional
Nueva Zelanda
 166 Políticas
Calidad de la inversión pública
 167 Préstamos del FMI
Alivio de la deuda para los PPME
 168 Foro
Discurso de Mandela

ACTUALIDAD: Claridad en torno a la cuenta de capital

La inestabilidad provocada por los flujos internacionales de capital en los últimos años ha generado controversia sobre la función del FMI en la liberalización de la cuenta de capital, ya que este no tiene el mandato oficial de promover la apertura en dicha cuenta. En un nuevo informe, la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) concluye que se necesita mayor claridad sobre la labor del FMI al respecto. Shinji Takagi, líder del equipo de evaluación de la OEI, amplía sus observaciones.



Michael Spiloto/FMI

155

FORO: Conferencia sobre el algodón en África

Millones de pequeños agricultores de África occidental y central producen algodón para exportación, que constituye una fuente principal de ingresos líquidos para muchos hogares y una tabla de salvación para obtener servicios de salud y educación. Ante la importancia crucial del sector y el desplome de los precios mundiales en el último año, el Gobierno de Benin auspició una reunión de alto nivel que propuso soluciones a la crisis.



Stephen Jaffer/FMI

159

PANORAMA NACIONAL: La migración y Nueva Zelanda

Los buenos resultados económicos de Nueva Zelanda de los últimos años han obedecido en parte al alto nivel de inmigración. A diferencia de otros países tradicionalmente receptores de inmigrantes, los flujos de inmigración y emigración en Nueva Zelanda han sido muy variables, lo cual ha afectado a la demanda interna y el empleo. El aumento de la inmigración suele impulsar la demanda interna, pero su efecto sobre el desempleo depende de varios factores, tales como el país de origen de los inmigrantes y su nivel de escolaridad y de capacitación.

164

FORO: Mandela ve una oportunidad para África

En su reciente discurso en la Brookings Institution, en Washington, Nelson Mandela instó a los países ricos a responder con más ahínco a los desafíos del desarrollo de África ofreciendo mayor asistencia, en condiciones más flexibles, y ajustada a prioridades definidas en África. Los comentarios de Mandela cobraron un sentido de urgencia por la próxima cumbre del Grupo de los Ocho, en cuyo temario figura la reducción de la pobreza en África.



Henrik Gschwindt De Geyer/FMI

168

Calendario

JUNIO

5-7 Asamblea General de la Organización de Estados Americanos, Fort Lauderdale, Florida

7-9 FMI-ONU-Fiscalía General de Ucrania, Curso práctico sobre la lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo, Kiev, Ucrania

5-10 Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI, visita Madagascar y Sudáfrica

6 OCDE-Banco Africano de Desarrollo, V Foro internacional sobre perspectivas africanas, París

8 Simposio del FMI-Deutsche Bundesbank, "The IMF in a Changing World", Francfort, Alemania

10-11 Reunión de los ministros de Hacienda y gobernadores de

bancos centrales del Grupo de los Siete, Londres

12-14 Reunión anual Tidewater de la OCDE sobre el desarrollo, Estocolmo, Suecia

15-16 Conferencia del Instituto Regional de Capacitación del FMI en Singapur, "Managing Fiscal Risks in Asia", Singapur

20 Cumbre anual de Estados Unidos y la Unión Europea, Washington

29-1 de julio Período de sesiones sustantivo de ECOSOC, segmento de alto nivel, Nueva York

JULIO

1-5 Conferencia internacional sobre el SIDA en Asia y el Pacífico, Kobe, Japón

4-8 Curso práctico del FMI sobre la lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo, Dalian, China

6-8 Cumbre del Grupo de los Ocho, Hotel Gleneagles, Escocia

13-14 Seminario del FMI para legisladores sobre política y administración del IVA, República Democrática Popular Lao

AGOSTO

22-26 Seminario del Instituto Regional de Capacitación del FMI en Singapur, "Creditor Rights in Emerging Economies", Singapur

SEPTIEMBRE

6-7 Seminario de alto nivel del FMI, "Financial Stability-Central

Banking and Supervisory Challenges", Washington

8 Foro económico del FMI, "IMF Conditionality: Good, Bad, or Ugly?", Washington

14-16 Sesión plenaria de alto nivel, Asamblea General de la ONU, para examinar los avances en los compromisos de la Declaración del Milenio, Nueva York

24-25 Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial, Washington

Directorio Ejecutivo del FMI

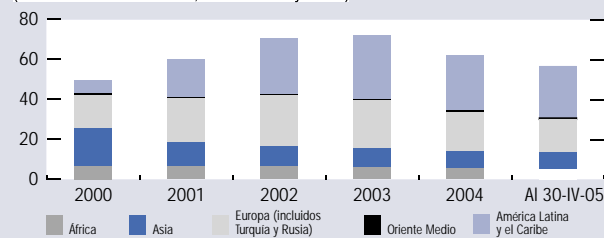
Véase una lista actualizada de las reuniones del Directorio Ejecutivo en www.imf.org.external/np/sec/bc/eng/index.asp.

Indicadores

Datos financieros del FMI

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

(Miles de millones de DEG, al cierre del ejercicio)



Recursos del FMI disponibles

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



Nota sobre los derechos especiales de giro del FMI

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.

Principales monedas, tipos de cambio frente al DEG

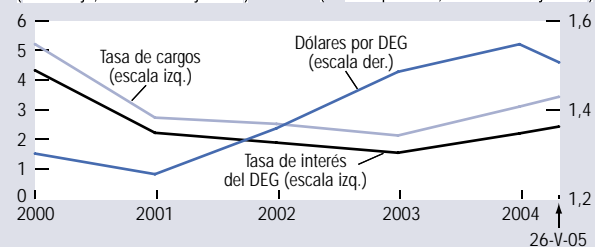
(Fin del período)

	1 de mayo de 2005	Un año atrás
Euro	1,196	1,199
Yen japonés	159,412	162,305
Libra esterlina	0,811	0,801
Dólar de EE.UU.	1,475	1,469

Tasas relacionadas

Tasa de interés del DEG, tasa de cargos de los préstamos no concesionarios del FMI pendientes de reembolso y dólares por DEG

(Porcentaje, al cierre del ejercicio) (Dólares por DEG, al cierre del ejercicio)



Los DEG se asignan a los países en proporción a su cuota en el FMI. 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.

La cuenta de capital requiere un asesoramiento más preciso

En los últimos años se ha intensificado el debate sobre la liberalización de la cuenta de capital. En algunos sectores se aduce que la acelerada liberalización generó gran parte de la inestabilidad financiera y los problemas económicos de muchos países de mercados emergentes a mediados y finales de la década de 1990. El FMI se ha visto envuelto en la controversia, ya que algunos lo critican por instar a los países a liberalizar prematuramente la cuenta de capital. Si bien el FMI tiene el mandato de fomentar la liberalización de la cuenta corriente, nada se ha dicho de la cuenta de capital. El 24 de mayo, la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) presentó su informe sobre el enfoque del FMI con respecto a la liberalización de la cuenta de capital. Shinji Takagi, asesor de la OEI y líder del equipo encargado del informe, comentó con Christine Ebrahim-zadeh, del Boletín del FMI, las conclusiones del informe, que se basan en parte en la experiencia adquirida por el FMI en una muestra de economías de mercados emergentes en 1990–2004.

Boletín del FMI: Si bien la liberalización de la cuenta corriente es, según el Convenio Constitutivo del FMI, uno de sus cometidos oficiales, no se habla explícitamente de la cuenta de capital. ¿Qué consecuencias ha producido esta falta de claridad sobre el mandato —o la posición oficial— del FMI con respecto a la cuenta de capital?

TAKAGI: La liberalización de la cuenta de capital es una cuestión importante sobre la que el FMI no ha adoptado una posición. Por lo tanto, su asesoramiento al respecto no siempre ha sido consecuente de un país a otro. Por ejemplo, el FMI instó a Rusia a abrir su mercado de bonos públicos para ayudar al gobierno a financiar el déficit mediante el endeudamiento externo. Al mismo tiempo, le recomendaba a India que no lo hiciera. Los técnicos del FMI responden que esta aparente falta de congruencia obedece a la adaptación del asesoramiento de política a las circunstancias particulares de cada país. Eso no lo negamos. De hecho, lo aplaudimos. Pero si el FMI carece de una posición oficial al respecto, es inevitable cierta incongruencia.

Boletín del FMI: Se han planteado algunas iniciativas para enmendar el Convenio Constitutivo que no han sido aceptadas. ¿A qué se debe esta oposición?

TAKAGI: En la evaluación no se analizó este tema pero, en mi opinión, existen varios motivos: primero, algunos países en desarrollo no quieren estar obligados por el Convenio Constitutivo a liberalizar sus cuentas de capital. Segundo, algunos opinan que la jurisdicción del FMI debe ceñirse a los pagos y transferencias por transacciones internacionales, y no a las transacciones mismas. En el caso de las transacciones de la



Takagi: La falta de una política oficial del FMI con respecto a la liberalización de la cuenta de capital ha originado incongruencias en su asesoramiento de política.

cuenta de capital, a veces no es posible hacer esa distinción y se teme que al darle jurisdicción al FMI sobre dicha cuenta se le estaría dando demasiada autoridad. Tercero, si hiciera falta cierta reglamentación oficial para las transacciones de la cuenta, algunos se preguntan si el FMI es la institución indicada —y los funcionarios internacionales los más idóneos— para asumir esa responsabilidad. Cuarto, algunos creen que, aun sin una jurisdicción oficial, el FMI ha logrado una buena adaptación de sus procedimientos a la liberalización de la cuenta de capital y otras cuestiones afines. Obviamente, nuestro informe refuta esta última aseveración. La falta de una política oficial del FMI con respecto a la liberalización de la cuenta de capital ha originado incongruencias en su asesoramiento de política.

Boletín del FMI: Cuando se produjo la crisis de Asia, el FMI tenía fama de ser el promotor de la liberalización de la cuenta de capital, y de no haber calculado bien los riesgos. ¿Qué tan justificada era esta reputación?

TAKAGI: En nuestra evaluación concluimos que el FMI no presionó a estos países a liberalizar su cuenta de capital. Es una aseveración infundada que el FMI haya instado a los países de Asia oriental a abrir sus cuentas de capital y por ende abrir la puerta a las crisis posteriores; pero sí cabe preguntarse si el FMI se esforzó lo suficiente en advertirlos de los riesgos implícitos en sus estrategias de apertura.

Boletín del FMI: ¿Cuál ha sido la postura del FMI con respecto al uso de controles temporales a los flujos de capital para hacer frente a grandes altibajos?

TAKAGI: En el informe se observa que la posición del FMI con respecto al uso de estos controles no siempre ha sido consecuente. Por falta de una posición de política explícita, el asesoramiento realmente ha dependido de la opinión del funcionario que lo presta, sin olvidar que la postura del FMI ha sido muy acomodaticia en el curso del tiempo. Este cambio de postura proviene, en parte, de los estudios económicos empíricos: por ejemplo, el uso de estos controles por parte de Chile y Malasia.

Boletín del FMI: Las recomendaciones derivadas de su examen, ¿qué implican para las operaciones y los procedimientos?

TAKAGI: Que tiene que haber mayor claridad en cuanto a la política del FMI sobre lo que pueden hacer los funcionarios encargados de la supervisión. Al FMI le corresponde la supervisión de las políticas cambiarias de los países miembros. Como parte de esta responsabilidad, le incumbe también la supervisión de las políticas relativas a la cuenta de capital. Esta, sin embargo, es una responsabilidad derivada. Sin una directriz clara, los funcionarios no están completamente seguros acerca de sus funciones.

El personal técnico del FMI está de acuerdo con nuestra primera recomendación, que es establecer una posición oficial del FMI con respecto a los temas de la cuenta de capital, pero el Directorio Ejecutivo no ha llegado a un acuerdo en torno a esa recomendación. No obstante, creo que el Directorio es consciente de que el personal requiere orientación sobre el tema. En última instancia podría decidir que no existe consenso, es decir, que el FMI no tiene una posición oficial en torno a la liberalización de la cuenta de capital. Podría incluso decir que el personal técnico puede tomar sus propias decisiones al momento de prestar asesoramiento a los países.

Me decepcionó un poco el hecho de que el Directorio dedicara tanta atención a las dos recomendaciones generales que formulamos. La OEI persigue dos objetivos cuando emprende una revisión: incrementar la transparencia y extraer lecciones para el FMI. Creo que en este caso logramos más con respecto al primer objetivo porque documentamos y aclaramos varios conceptos erróneos acerca de la función del FMI en la liberalización de la cuenta de capital. No obstante, la respuesta del Directorio es comprensible, ya que las reco-

Aspectos destacados del informe de la OEI

Principales conclusiones

El FMI alentó a los países que querían liberalizar su cuenta de capital, especialmente antes de la crisis de Asia, pero no los presionó a avanzar a un ritmo más acelerado del que ellos deseaban. Si bien el FMI señaló los riesgos que implica tener una cuenta de capital abierta y la necesidad de un sistema financiero sólido, estos riesgos no se destacaron lo suficiente sino hasta bien entrado el decenio de 1990.

En la supervisión multilateral, el FMI resaltó los beneficios para los países en desarrollo de tener un mayor acceso a los flujos internacionales de capital, prestando menos atención a los riesgos inherentes a su volatilidad. El asesoramiento se enfocaba más hacia los países de mercados emergentes receptores de flujos de capital que hacia la forma en que los países de origen de los flujos pudiesen ayudar a reducir la volatilidad en la oferta de los mismos. En los últimos años, el FMI ha intensificado el análisis de los factores de la oferta, pero sigue prestando más atención a los países receptores.

En su labor con los países, el asesoramiento del FMI sobre temas de la cuenta de capital a veces parece incongruente de un país a otro. El asesoramiento forzosamente debe ajustarse a las circunstancias de cada país, de modo que la uniformidad no puede ser el único criterio para juzgar su calidad. Sin embargo, los documentos sobre los países no siempre ofrecen suficientes bases para juzgar la relación entre el asesoramiento que se brindó y la evaluación del entorno macroeconómico e institucional general que hicieron los técnicos.

La falta de una posición oficial del FMI con respecto a la liberalización de la cuenta de capital dio libertad al personal técnico para que al tratar cuestiones propias de cada país se valiera de su propio criterio profesional e intelectual. En los últimos años, el enfoque del FMI con respecto a los temas de la cuenta de capital ha sido algo más coherente y claro, pero el nuevo paradigma aún no ha sido adoptado oficialmente.

Recomendaciones

Se necesita más claridad en torno al enfoque del FMI con respecto a temas de la cuenta de capital. Para mejorar la coherencia se podrían tomar las siguientes medidas:

- Aclaración del lugar que ocupan los temas de la cuenta de capital en la supervisión del FMI.
- Afinación del asesoramiento que brinda el FMI sobre temas de la cuenta de capital basándose en un sólido análisis de la situación y los riesgos de cada país.
- Aclaración por parte del Directorio Ejecutivo de los elementos de la liberalización de la cuenta de capital sobre los que existe acuerdo.

El análisis y la supervisión que ejerce el FMI debe prestar más atención a los factores de la oferta que determinan los flujos internacionales de capital y a la manera de minimizar su volatilidad.

El FMI también debe analizar las medidas por el lado de la oferta que permitirían minimizar la volatilidad de los flujos de capital.

mendaciones, y no las conclusiones, son las que podrían afectar a la institución.

Boletín del FMI: ¿El FMI ha adoptado un enfoque “integrado” según el cual la liberalización de la cuenta de capital forma parte de un conjunto de reformas que incluye además el marco de política macroeconómica, el sistema financiero interno y las reglas de prudencia? ¿Qué tan fácil es aplicar este enfoque, ya que al parecer se centra en las posibles relaciones y no parece ofrecer criterios claros para definir jerarquías de riesgos?

TAKAGI: En el pasado, el FMI siguió un enfoque ad hoc y caso por caso. El método integrado, que ha surgido en los últimos cinco o seis años, es una especie de consenso informado que ha surgido en la institución. Con este enfoque, el péndulo ha pasado al lado opuesto; es decir, si antes el FMI impulsaba la liberalización de la cuenta de capital, ahora es todo lo contrario. Es un enfoque que trata de cubrir todos los riesgos. La OEI considera que no todo lo que aconseja este enfoque es vital para la liberalización de la cuenta de capital. Hay que distinguir entre lo absolutamente necesario y lo que puede esperar. El asesoramiento del FMI en este aspecto tiene que ser más práctico e indicar ciertas prioridades.

Boletín del FMI: Los países industriales tienen abierta su cuenta de capital desde hace más de dos décadas, y, junto con otros países que también la han liberalizado, no parecen dispuestos a dar marcha atrás. ¿No indica esto que se trata básicamente de un proceso irreversible en el que muchos países abrirán sus cuentas de capital a medida que pasa el tiempo y que estarán satisfechos con los resultados?

TAKAGI: Yo diría que sí. Aunque podrían darse casos en que los países liberalicen, pero posteriormente deseen imponer salvaguardias, por ejemplo controles temporales para enfrentar ciertos problemas. No obstante, la mayor integración económica restará eficacia a los controles de capital. Ello significa que las políticas de controles supondrán costos administrativos cada vez menos justificados frente a lo que pueden lograr. A medida que se difunden los valores democráticos, la presión por la liberalización de la cuenta de capital vendrá de otras dimensiones. Con el aumento de la libertad política, se exigirá más libertad económica. Los controles de capital no son compatibles con la libertad para prestar y endeudarse en cualquier lugar. Pero esa libertad implica un riesgo. ■

El texto completo, en inglés, de “IEO Report on the Evaluation of the IMF’s Approach to Capital Account Liberalization” y la respuesta de la Gerencia y el personal técnico del FMI, así como el resumen del debate del informe en el Directorio Ejecutivo, pueden consultarse en www.imf.org/ieo.

Respuesta del personal técnico

El personal técnico está de acuerdo en gran medida con las conclusiones de la OEI acerca del asesoramiento que brinda el FMI a los países con respecto a la liberalización de la cuenta de capital. No obstante, estima que el informe no recoge adecuadamente la función de las fuerzas externas en el fomento de la liberalización de esta cuenta. Además, el personal considera que la muestra en que se basa la evaluación de la OEI representa justamente la diversidad de países miembros del FMI, pero cree que habría sido útil hacer una distinción más minuciosa entre ellos. En este sentido, la observación de aparentes incongruencias en el asesoramiento del FMI de un país a otro con respecto a la liberalización de la cuenta de capital debe ser más detallada.

Con respecto a las dos principales recomendaciones, el personal señala que el FMI ya está implementando algunos aspectos o planea abordarlos nuevamente en el futuro. El personal apoya la primera recomendación: que se aclare el enfoque del FMI y se haga más preciso su asesoramiento en torno a los temas de la cuenta de capital. No obstante, señala que, al igual que el Directorio del FMI, reconocen cada vez más que la evolución de la cuenta de capital y los factores de vulnerabilidad de la misma constituyen una parte importante de la labor de fomento de la estabilidad que realiza el FMI, y que ya se ha iniciado el estudio del alcance de la supervisión que ejerce la institución a fin de incluir temas sobre la cuenta de capital. El personal considera que sería útil contar con una guía operativa clara que establezca los principios generales del asesoramiento, pero reconoce que no existe un solo enfoque “correcto”.

El personal técnico hace hincapié en que un asesoramiento más preciso del FMI sobre la cuenta de capital debe basarse en análisis sólidos de cada situación y en los riesgos que corre cada país. No obstante, la sugerencia de la OEI de que el FMI ofrezca una cierta medida cuantitativa de los beneficios, costos y riesgos de liberalizar a diferentes velocidades probablemente será difícil de poner en práctica, en vista de las contradicciones teóricas y empíricas al respecto y la complejidad de los factores políticos y económicos que normalmente se asocian con la cuenta de capital.

El personal técnico está de acuerdo con la idea principal de la segunda recomendación: que el análisis y la supervisión del FMI presten más atención a los factores de la oferta de los flujos internacionales de capital y la forma de minimizar la volatilidad de los movimientos de capital. No obstante, en vista del gran número de estudios realizados (y por realizar), el personal técnico no está seguro acerca de las medidas que la OEI pueda tener en mente. Con tantas iniciativas en marcha, la conclusión de que el FMI presta muy poca atención a los riesgos de la oferta desconcierta a los funcionarios. Estos destacan que la coordinación de esfuerzos internacionales podría hacer que los factores de la oferta tengan más prioridad para las autoridades de política de las economías avanzadas.

La estrategia económica de Colombia rinde fruto, pero persisten retos

Tras una recuperación inicialmente lenta frente a la crisis económica de 1999 —la peor en 30 años— el crecimiento económico de Colombia repuntó significativamente en 2003–04 con un descenso de la inflación, el desempleo y la deuda pública como proporción del PIB, afirma el FMI en su examen económico anual. El saldo de la balanza de pagos ha mejorado gracias al auge del crecimiento en la exportación, así como la confianza en la economía, lo cual ha generado un aumento de las entradas de capital, la apreciación del peso y la disminución de la prima de riesgo-país. El Directorio Ejecutivo del FMI aplaudió las buenas políticas macroeconómicas y las reformas estructurales aplicadas en los últimos años, pero observó que el desempleo, la pobreza y la deuda pública siguen siendo elevados.

El gobierno está comprometido con la consolidación fiscal y la reforma estructural para reforzar el crecimiento y

Colombia	2001	2002	2003	Provisional 2004	Proyecciones 2005
	(Variación porcentual)				
PIB real	1,5	1,9	4,0	4,0	4,0
IPC al cierre del ejercicio	7,6	7,0	6,5	5,5	5,0
	(Porcentaje del PIB)				
Balanza en cuenta corriente	-1,4	-1,7	-1,5	-1,0	-2,8
Deuda pública	51,8	60,2	56,0	52,9	50,4

Fuente: Informe del personal técnico del FMI, abril de 2005.

reducir aún más la inflación y la razón deuda pública-PIB. El Directorio considera que la principal tarea será mantener el impulso de la reforma fiscal, y que para ello serán cruciales las reformas presupuestaria y pensional que estudia el Congreso.

El Directorio comparte el objetivo de hacer más eficiente el régimen tributario mediante la ampliación de la base tributaria y la mejora de la administración de impuestos. Recomendó una mayor coordinación fiscal entre los diversos niveles de gobierno y la racionalización del gasto corriente para poder aumentar el gasto en proyectos de capital más productivos. Respaldó los planes de focalizar mejor el gasto social hacia los pobres y urgió a reformar aún más las pensiones y a desreglamentar gradualmente los precios internos de los combustibles. El Directorio instó a las autoridades a seguir mejorando la gestión de la deuda, sobre todo mediante su canje por deuda interna.

La política monetaria ha sido prudente y el régimen cambiario flexible ha sido provechoso. El Directorio expresó que las operaciones de reestructuración financiera del gobierno han ayudado a fortalecer el sistema financiero desde 1999 y que las autoridades deben seguir reduciendo el papel del Estado en la banca. ■

Véanse más detalles en la nota de información al público No. 05/62 en www.imf.org.

En Níger, De Rato visita una granja lechera administrada por mujeres

En su reciente viaje por cuatro países africanos, el Director Gerente del FMI, Rodrigo de Rato, además de entrevistarse con líderes políticos y financieros, se reunió



Stephen Jaffe/FMI

con organizaciones de la sociedad civil y en un caso en particular visitó una granja de ganado lechero operada por una organización no gubernamental integrada por mujeres ubicada en las afueras de Niamey, Níger.

Ante la mirada curiosa de los niños, los líderes de la aldea explicaron a de Rato que las vacas, de una raza imponente de hermosos cuernos semicirculares, se adquirieron mediante microfinanciamiento otorgado por el gobierno. Este préstamo fue posible gracias al alivio de la deuda brindado por la Iniciativa para los países pobres muy endeudados, del FMI y el Banco Mundial.

La leche que producen las vacas constituye una fuente de ingresos para las familias de estas mujeres y a la vez les permite reembolsar los préstamos de microfinanciamiento. De Rato anunció a las integrantes del proyecto lechero que el FMI les donaría 10 vacas a través de su programa de ayuda a la comunidad. ■

Algodoneros africanos trazan un camino hacia la prosperidad

En muchos Estados de África occidental y central, el algodón representa hasta el 60% de los ingresos por exportación. El algodón es la principal fuente de ingresos líquidos para millones de pequeños agricultores y es esencial para adquirir servicios de salud y educación. Ante un descenso del 25% en las cotizaciones mundiales en el último año, el Gobierno de Benin organizó el 18 de mayo, junto con el Departamento de África del FMI, una conferencia de alto nivel en Cotonou, con productores de algodón de África.

Altos funcionarios de Benin, Burkina Faso, Chad y Malí (el grupo "Algodón-4"), productores e industriales del algodón, y funcionarios de organismos internacionales de comercio y desarrollo, discutieron soluciones a la crisis del sector, que amenaza con socavar la estabilidad macroeconómica, el crecimiento económico y los programas de reducción de la pobreza.

En su discurso de apertura, el Director Gerente del FMI, Rodrigo de Rato, observó que últimamente los precios de exportación del algodón, en moneda nacional, habían caído hasta los niveles más bajos desde 1994. Un factor clave para el descenso ha sido el aumento de la oferta mundial de algodón, acentuado por la fortaleza del euro (al que está vinculado el franco CFA). De Rato propuso una estrategia de cuatro pilares.

Primero, **preservar la estabilidad macroeconómica**. Los participantes convinieron en que los ajustes de los precios internos que pagan las empresas algodonerías privadas y estatales, aunque difíciles, eran necesarios. Paramanga Ernest Yonli (Primer Ministro de Burkina Faso) indicó que en la próxima campaña los precios al productor se rebajarían y que un nuevo descenso podría obligar a los agricultores a no recoger la cosecha. Abou-Bakar Traoré (Ministro de Hacienda de Malí) también señaló que se rebajarían los precios al productor para la próxima campaña a fin de proteger el presupuesto de 2006. Según François Traoré (de la asociación de algodoneros de Burkina Faso), el acuerdo con respecto a los precios se facilitó gracias a que los agricultores poseen acciones en empresas desmotadoras, lo cual les ayuda a comprender la evolución de los precios mundiales.

Segundo, **mejorar la eficiencia de la producción**. Si bien no cabe duda de la necesidad de aumentar la productividad, algunos participantes señalaron los problemas que plantea el ajuste en sus países. Mahmood Ayub (Banco Mundial) esbozó maneras de incrementar la competitividad mediante mejoras en la gestión de las ventas, la infraestructura, el clima de inversión y

la reducción de los costos de producción. Yonli destacó la importancia de un enfoque regional basado en la integración del mercado y la convergencia de políticas, elevando la eficiencia mediante la especialización. Florie Liser (Oficina del Representante Comercial de EE.UU.) examinó áreas en las que el financiamiento de su país podría ayudar a mejorar la producción, el procesamiento y el mercadeo del algodón africano.

Tercero, **eliminar los subsidios a los algodoneros en los países desarrollados**. Los proponentes de la Iniciativa Algodón 2003 ("Algodón-4") destacaron la continuación de los esfuerzos por eliminar el apoyo interno que ofrecen países competidores,

así como los subsidios distorsionadores a la exportación, cuya eliminación, según algunos estudios, habría obviado la necesidad de rebajar los precios al productor. Chiedu Osakwe (Organización Mundial del Comercio) señaló que los aspectos comerciales de la iniciativa algodonería serían abordados en el marco de la Ronda de Doha de manera específica, acuciosa y optimista. Algunos participantes africanos también aconsejaron no detener las reformas en espera de una pronta eliminación de las distorsiones comerciales.

Cuarto, **proteger a los sectores pobres durante el ajuste**. El tema más contencioso fue la mejor ayuda que pueden brindar los socios en el desarrollo. Las propuestas africanas de un fondo de emergencia regional para sustentar los precios del algodón fue recibida con escepticismo, aunque Christian Daziano (Embajador de Francia en Benin) manifestó que su gobierno apoyaba la discusión del posible funcionamiento de dicho fondo. Yves Gillet (Comisión Europea) señaló que un apoyo presupuestario directo, caso por caso, sería más eficaz que un fondo de sustentación de precios administrado regionalmente. Abdoulaye Bio-Tchané (Director del Departamento de África del FMI) recalzó que un fondo de sustentación restaría recursos que podrían utilizarse para la reducción de la pobreza y suplantar a los bancos en su función de financiamiento del sector. Liser manifestó que tres de los cuatro países podrían tener un acceso mucho mayor a la asistencia de la Millennium Challenge Corporation, de EE.UU., para reformar el sector algodonería. ■

Chris Lane
FMI, Departamento de África



Paramanga Ernest Yonli, Primer Ministro de Burkina Faso (izq.), y Rodrigo de Rato, Director Gerente del FMI, dialogan con la prensa el 18 de mayo tras la conferencia de Cotonou.

El texto completo, en inglés, de las declaraciones pronunciadas en la conferencia puede consultarse en www.imf.org/external/np/sec/pr/2005/pr05121.htm.

Virtudes y riesgos potenciales del financiamiento estructurado

El financiamiento estructurado —la creación de nuevos flujos de caja de una cartera financiera con el fin de modificar sus características de riesgo, rentabilidad y liquidez— es uno de los sectores más innovadores y de más rápido crecimiento de las finanzas modernas. Con los instrumentos así creados se transfiere el riesgo crediticio de una institución financiera a otra, y de las instituciones financieras a los agentes de otros sectores de la economía. No obstante, muchos organismos de supervisión financiera y bancos centrales temen que algunos participantes en el mercado no entiendan bien los riesgos que ellos entrañan, y se preguntan si los riesgos se estarán transfiriendo a las instituciones que están en mejores condiciones de absorberlos o a las menos reglamentadas. Para examinar esos temas, especialistas del mercado, académicos y rectores de la política económica y de entidades reguladoras dialogaron con altos funcionarios de más de 40 países avanzados y de mercados emergentes en un seminario del Instituto del FMI en Washington, el 19 y 20 de abril.

Al hacer negociable el riesgo crediticio, los instrumentos estructurados —incluidos los respaldados por activos— están modificando fundamentalmente los mercados de crédito. En 2004 se emitieron en Estados Unidos instrumentos respaldados por activos por valor de US\$900.000 millones, superándose así por primera vez el monto total de las emisiones de bonos corporativos más tradicionales. En conjunto, a los valores respaldados por activos y a los hipotecarios les corresponde hoy día alrededor de un tercio del mercado de deuda de ese país. En Europa, las emisiones de instrumentos titularizados alcanzaron en 2004 un volumen sin precedentes, US\$250.000 millones, tres veces mayor que el de 2000.

Múltiples beneficios

Los instrumentos estructurados brindan cuatro tipos de beneficios a los emisores e inversionistas: permiten dismantelar y negociar riesgos crediticios; son fuentes de financiamiento económicas para las instituciones financieras, las sociedades y el Estado; sirven para la gestión del balance, y ofrecen perfiles de riesgo-rentabilidad adaptados a las necesidades de los inversionistas. Según el Profesor Salih Neftci (City University of New York e International Center for Financial Asset Management and Engineering), con ayuda de derivados crediticios pueden crearse sintéticamente nuevos instrumentos; estos, según Krishna Memani (Credit Suisse First Boston), han mejorado la gestión y fijación de los precios del riesgo crediticio. Según Antulio Bomfim (Oppenheimer Funds) y Curtis Mewbourne (PIMCO), al ampliarse las posibilidades de inversión y las herramientas de gestión de riesgos, esos instrumentos tienden a beneficiar a los administradores de activos y sus clientes.



Henrik Gschwind/De Gooz/FMI

De izq. a der.: Ralph Chami (FMI), moderador del panel, Salih Neftci (City University of New York e International Center for Financial Asset Management and Engineering) y Janet Tavakoli (Tavakoli Structured Finance).

Existen riesgos

Esos instrumentos complejos también pueden, sin embargo, venir acompañados de riesgos. Algunos se derivan de la dificultad para evaluar los riesgos —especialmente la correlación entre los riesgos de los activos subyacentes— y por lo tanto para fijar el precio de los instrumentos estructurados. Según Janet Tavakoli (Tavakoli Structured Finance), un problema clave consiste en manejar los conflictos de intereses entre quienes participan en las transacciones estructuradas, y comprender que la complejidad de esas operaciones crea riesgos jurídicos y de documentación. Además, una clasificación crediticia única no capta adecuadamente las características de riesgo de estos instrumentos, lo que según Kimberly Slawek (Fitch Ratings) exige a los inversionistas conocer las limitaciones de las clasificaciones al tomar sus decisiones de inversión; además, como las transacciones estructuradas y los servicios de asesoramiento generan considerables ingresos para las entidades de clasificación, algunos participantes dudan que esas instituciones estén manejando adecuadamente sus propios conflictos de intereses.

En cuanto a los riesgos que plantean esos instrumentos para la estabilidad financiera global, los participantes señalaron que, al facilitar la transferencia de riesgos hacia instituciones no bancarias, podrían incluso brindar mayor estabilidad a los bancos. Sin embargo, el riesgo crediticio puede migrar hacia las instituciones (incluidos fondos de cobertura) menos preparadas para soportarlo y, además —aunque actualmente sea poco probable—, concentrarse en unas pocas instituciones financieras.

Colin Miles (Banco de Inglaterra) cree que la cobertura dinámica del riesgo propia de los instrumentos estructurados puede plantear un riesgo sistémico, pues depende de un continuo acceso a mercados líquidos para el reajuste frecuente de las posiciones. En una crisis, la liquidez del mercado podría agotarse, y

los precios hacerse más dinámicos en los mercados de bonos y derivados de crédito. Estos instrumentos no han sido puestos a prueba en situaciones de turbulencia del mercado, ni se conoce bien el comportamiento del mercado en un ciclo de tasas de interés completo. En todo caso, los mercados de riesgo crediticio por naturaleza son muy opacos, lo que dificulta la tarea de los bancos centrales, las entidades supervisoras y los organismos internacionales, incluido el FMI, de hacer un seguimiento de la distribución de los riesgos y evaluar la estabilidad financiera.

Desarrollo de los mercados de capital

Además de transferir el riesgo crediticio, los activos respaldados por valores y otros instrumentos estructurados pueden contribuir a desarrollar los mercados de capital. Guillermo Babatz (Sociedad Hipotecaria Federal, México) señaló que en muchos países se introducen valores hipotecarios porque el sistema bancario no puede satisfacer las necesidades financieras del sector de la vivienda. James Lau, Jr. (Sociedad Hipotecaria de Hong Kong) señaló que en la R.A.E. de Hong Kong se está creando un mercado de valores hipotecarios mediante documentación estandarizada y normas sobre garantías, y una sociedad de propiedad pública emite valores respaldados por títulos hipotecarios creados por bancos. También están surgiendo instrumentos innovadores, como en Brasil, donde, según Amaro Gomes (Banco Central del Brasil), se están titularizando las corrientes de remesas y los préstamos otorgados a PYMES.

Instrumentos estructurados como las obligaciones de deuda garantizadas (ODG) pueden cerrar la brecha entre las características que buscan los inversionistas (por ejemplo, la diversificación) y las dificultades que experimentan los emisores (por ejemplo, la baja calidad del crédito). Según Lee Meddin (Corporación Financiera Internacional, CFI), en varios mercados emergentes, instituciones como la CFI han promovido la oferta



De izq. a der.: Michael Carhill (Contraloría de la Moneda de Estados Unidos), Kimberly Slawek (Fitch Ratings) y Sunil Sharma (FMI), moderador del panel.

de valores de alta calidad mediante garantías parciales e inversiones en tramos anteriores a la primera colocación (instrumentos de deuda subordinados de ODG). Sin embargo, las condiciones que se requieren para que surjan mercados líquidos en instrumentos estructurados pueden ser desalentadoras: una amplia base de inversionistas; instituciones capaces de estructurar transacciones y mejorar las condiciones de crédito; además, son esenciales las centrales de riesgo; adecuados sistemas jurídicos para la ejecución de contratos complicados, y avanzados sistemas de reglamentación y supervisión financiera.

¿Se requieren reglamentos o supervisión más severos?

Aun en mercados maduros como los de Estados Unidos, la titularización plantea problemas para las entidades de supervisión de los bancos. Según Michael Carhill (Contraloría de la Moneda de Estados Unidos) a mediados de los años noventa algunos bancos sufrieron serios perjuicios cuando tuvieron que incluir nuevamente en sus balances las titularizaciones que habían experimentado problemas, lo cual indica la considerable experiencia técnica que se requiere para supervisar adecuadamente la titularización.

Como se aplican diferentes reglamentos a distintos tipos de instituciones financieras, los riesgos crediticios podrían transferirse a instituciones que quizá no estén en las mejores condiciones para absorberlos. ¿Debe entonces armonizarse la reglamentación aplicada a las diferentes instituciones, especialmente bancos y compañías de seguros? Los participantes no descartan el arbitraje regulatorio en sí, pero creen que esa idea puede plantear problemas cuando las transacciones están destinadas principalmente a eludir las normas contables. Según Darryll Hendricks (Banco de la Reserva Federal de Nueva York), las transacciones complicadas no pueden manejarse a través de normas rígidas, sino que requieren de las sociedades sólidas tradiciones de cumplimiento voluntario, apropiados incentivos para todos los agentes y una supervisión eficaz. ■

Burkhard Drees
Instituto del FMI



Henrik Gschwindt De Goyer/FMI

De izq. a der.: James Lau, Jr. (Hong Kong Mortgage Corporation), Leslie Lipschitz, Director del Instituto del FMI y moderador del panel, Darryll Hendricks (Banco de la Reserva Federal de Nueva York) y Lee Meddin (Corporación Financiera Internacional).

El costo fiscal de las reservas internacionales

Desde fines de los años noventa, muchos países —sobre todo de Asia, y también algunos mercados emergentes importantes— han acumulado cuantiosas reservas internacionales. Un mayor volumen de reservas ofrece muchas ventajas, pero el costo de mantenerlas ha generado inquietudes, pues las reservas pueden usarse para otros fines. En un nuevo documento de trabajo del FMI se examina el costo de las reservas en las 100 economías más grandes y se observa que en muchos países dicho costo quizás ha subido bastante en los últimos años.

Las reservas internacionales han aumentado rápidamente desde fines de la década de 1990. La tasa de cobertura de las importaciones —un índice relativo de las tenencias de reservas— en las 100 economías más grandes aumentó, en promedio, de alrededor de tres meses durante la primera mitad de la década de 1990 a unos cinco meses en 2003–04 (véase la línea de puntos en el gráfico). Este incremento ocurrió principalmente en los países en desarrollo: en las economías avanzadas (fuera de Asia), la tasa de cobertura se ha ido reduciendo desde los años noventa. Entre los países en desarrollo el incremento de las reservas fue muy generalizado: entre 1990 y 2004, la tasa de cobertura aumentó en 56 de las 79 principales economías en desarrollo incluidas en el estudio.

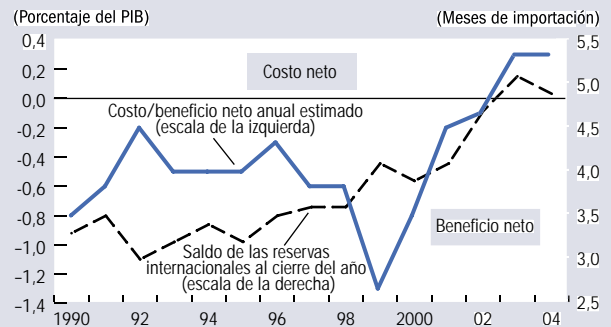
Los costos y beneficios

La mayoría de los países han obtenido grandes beneficios mediante el aumento de sus reservas. En particular, se han “asegurado” frente a los shocks económicos y financieros externos e internos. Un mayor nivel de reservas, al reducir el riesgo crediticio, ha contribuido a mejorar la calificación soberana de muchos países, lo que a su vez ha contribuido a limitar los spreads y reducir el costo de los empréstitos. En consecuencia, el aumento de las reservas internacionales no solo ha disminuido el riesgo de crisis, sino también el costo de las tasas de interés, aumentando así el margen de maniobra fiscal.

Al mismo tiempo, las reservas conllevan costos. Primero, un costo de oportunidad: en lugar de invertirse en instrumentos de baja rentabilidad, como las letras del Tesoro de países que emiten moneda de reserva, las reservas podrían usarse para financiar el gasto público de capital, o para pagar la deuda externa y reducir el pago de intereses. Segundo, el costo de esterilizar el incremento de las reservas: para contrarrestar el aumento de liquidez creado por la acumulación de reservas muchos bancos centrales venden instrumentos nacionales, que en general devengan intereses más altos que los activos en que se invierten las reservas internacionales. Tercero, el costo de la revaluación: si la moneda de un país se

Cada vez cuesta más mantener reservas

En 2002–04, la mayoría de los países “perdió dinero” con sus reservas, al contrario de 1990–2001, en que la mayoría “ganó dinero”¹.



¹Basado en estimaciones aproximadas de los costos y beneficios de las reservas internacionales de las 100 economías más grandes del mundo. Fuente: FMI, *International Financial Statistics and Perspectives de la economía mundial*, y estimaciones del autor.

aprecia frente a las monedas en que mantiene sus reservas, se produce una pérdida cuasifiscal; naturalmente, también puede haber utilidades si la moneda nacional se deprecia, aunque lo más probable es que tras aumentar las reservas se produzca una apreciación. Estos costos pueden tener un fuerte impacto fiscal (cuasifiscal), ya sea directamente, cuando las utilidades del banco central son más bajas, o indirectamente, cuando los fondos públicos no se destinan a otros usos alternativos.

Los crecientes costos

La información disponible indica que en muchos países el costo neto de las reservas ha aumentado en los últimos años. Evidentemente, un mayor nivel de reservas ha generado economías al mejorar las calificaciones y reducir los pagos de intereses. Sin embargo, el aumento de las reservas —y las menores tasas de interés mundiales— ha aumentado los costos de oportunidad y esterilización, y muchos bancos centrales han sufrido pérdidas debido a la apreciación de la moneda nacional frente a la moneda de reserva.

Un análisis más detallado de los costos y beneficios de las reservas internacionales en las 100 economías más grandes parece confirmar que los costos han aumentado en los últimos dos años: según estimaciones muy generales, la mayoría de los países “ganaron dinero” con sus reservas en el período de 1990–2001, aunque casi todos sufrieron pérdidas entre 2002 y 2004 (véase la línea continua en el gráfico). Durante el período de 1990–98, las utilidades netas estimadas, en promedio, ascendieron a alrededor del 0,5% del PIB. En

1999, cuando el dólar de EE.UU. se apreció considerablemente frente a muchas monedas, las utilidades ascendieron a un nivel sin precedente del 1,3% del PIB. Sin embargo, en el período de 2003–04, cuando el dólar de EE.UU. se depreció frente a todas las demás monedas, se produjeron pérdidas netas equivalentes a entre 0,2% y 0,4% del PIB. Estas estimaciones no incluyen el costo de esterilización —que puede ser elevado— dada la escasez de datos sobre ese tipo de operaciones en la mayoría de los países.

La depreciación del dólar ha sido a todas luces la principal causa del creciente costo de mantener reservas, si bien ha habido varios otros factores: por un lado, un aumento del ahorro generado por el menor costo de los empréstitos; por el otro, un incremento del costo de oportunidad generado por el aumento de las reservas. La disminución de las tasas de interés ha aumentado los costos al reducir la rentabilidad financiera de las reservas, y también los ha reducido al disminuir el costo de no reembolsar la deuda externa.

Factores que incrementan los costos

Obviamente, las proyecciones se basan en estimaciones aproximadas: el volumen de las utilidades o pérdidas por concepto de reservas en un país depende de varios factores. Los beneficios de un menor costo de los empréstitos serán mayores en los países en que las reservas internacionales tienen un efecto importante en el riesgo de crédito percibido, por ejemplo, en los que tienen un régimen de paridad blanda. El costo de oportunidad será mayor si la deuda externa es elevada (con tasas de interés de mercado) y el capital es escaso; el de esterilización será mayor si las tasas de interés internas son elevadas y, el de revaluación, si se aprecia considerablemente la moneda nacional, quizá debido a un proceso estructural de apreciación real a largo plazo frente a las monedas de los países industriales, como ocurre en muchos mercados emergentes.

En la década de 1990, las utilidades netas medias estimadas por concepto de reservas internacionales generalmente fueron más bajas en las economías avanzadas y en los países de Oriente Medio y Asia central. En el primer caso, esto se debió principalmente a una relación baja entre las reservas y el PIB, que limitaba la posibilidad de obtener rentabilidad financiera en relación con el PIB; en el segundo, se debió a que un tipo de cambio vinculado al dólar de EE.UU. en muchos países limitaba las utilidades por revaloración al fortalecerse el dólar frente a otras monedas, y a los elevados costos de oportunidad generados por los bajos niveles de capital. En general, las utilidades netas estimadas más altas se obtuvieron en las economías de mercado emergente de Europa y América Latina, debido a que las utilidades por revaloración y el ahorro generado gracias al menor costo de los empréstitos eran relativamente elevados. En promedio,

las utilidades y pérdidas en las regiones de Asia y el Pacífico y África al sur del Sahara se situaron a un nivel intermedio frente a las otras cuatro regiones. En Asia, esto se explica debido a la paridad de muchas monedas frente al dólar, al escaso endeudamiento externo y al elevado nivel de capital; en África, debido a que las reservas eran generalmente bajas en relación con el PIB (hasta hace poco) y al escaso volumen de deuda externa a tasas de mercado.

Las estimaciones de 2004 correspondientes a algunos de los países con la mayor acumulación de reservas de los últimos años también muestran diferencias en el impacto gradual de las reservas en los costos de los empréstitos y de revaluación. En general, el costo neto estimado más alto se registró en algunos de los mercados emergentes que tenían reservas importantes, una sólida calificación crediticia y, en ocasiones, una moneda flotante o una paridad con el euro. El costo neto estimado fue más bajo (frecuentemente, negativo) en algunos de los mercados emergentes de más alto riesgo.

Advertencias y conclusiones

Deberán tenerse en cuenta varios aspectos difíciles al determinar el costo fiscal de las reservas internacionales: en teoría, para hacer una evaluación más precisa se requieren datos sobre la asignación de los activos de reserva y las operaciones de esterilización en cada país; la relación entre reservas y spreads probablemente variará con el tiempo, y el costo social de no realizar una inversión pública es difícil de precisar, conceptual y empíricamente. Sin embargo, los análisis de sensibilidad demuestran que, incluso si cambian los postulados básicos, los resultados que aquí se indican permiten formular conclusiones generales, aunque los resultados sobre determinados países podrían ser más susceptibles a variar.

En definitiva, la importancia de esto para la política dependerá de las circunstancias de cada país, que determinan los costos y beneficios de mantener reservas. No obstante, muchos países estudian métodos alternativos para autoasegurarse (como el desarrollo de un mercado nacional de valores) o un mejoramiento de la gestión de reservas (véase, por ejemplo, la publicación del FMI *Global Financial Stability Report* de septiembre de 2004) en vista del creciente costo de mantener reservas internacionales. ■

David Hauner
FMI, Departamento de Finanzas Públicas

Pueden adquirirse ejemplares de *A Fiscal Price Tag for International Reserves* (IMF Working Paper No. 05/81), al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la página 168. El texto completo, en inglés, puede consultarse en www.imf.org.

La migración afecta el ciclo económico en Nueva Zelanda

En Nueva Zelanda, como en Estados Unidos, Canadá y Australia, la inmigración ha sido una fuente importante de crecimiento de la población; pero en el caso de Nueva Zelanda, la emigración también ha sido significativa. Esta inestabilidad en los flujos netos de migración ha producido efectos importantes sobre la evolución cíclica de la economía y, en particular, el desempleo.

La migración internacional hacia y desde Nueva Zelanda es considerable. En los últimos 20 años, los flujos de migrantes permanentes y a largo plazo han sido, en promedio, equivalentes al 1¼% de la población total, o el 3½% de la fuerza laboral. En cuanto al origen de los inmigrantes, el número de asiáticos ha crecido en la última década y representó más de un tercio del total en 2003, correspondiendo la mayor parte de los otros dos tercios a inmigrantes del Reino Unido y Australia. Australia ha sido el destino más popular para los emigrantes, ya que ha atraído a más del 40% de ellos, seguida del Reino Unido y los países asiáticos.

En comparación con las cifras estables de inmigración que reciben otros países, las de entrada y salida de Nueva Zelanda son muy volátiles. Los flujos netos de migración han pasado de ser considerablemente positivos a considera-

blemente negativos y como resultado el crecimiento de la población ha sido más variable que en la mayoría de las economías avanzadas.

Migración y desempleo

Los efectos de los flujos de migración sobre la economía, especialmente el desempleo, constituyen una importante cuestión de política para Nueva Zelanda. Desde una perspectiva teórica, el efecto de la migración sobre el desempleo es doble: por una parte, la inmigración neta incrementa la oferta laboral. A corto plazo es posible que aumente el desempleo si las capacidades de los inmigrantes reemplazan a las de los trabajadores actuales, o si carecen de las calificaciones necesarias para obtener empleo. Por otra parte, los inmigrantes crean oportunidades de trabajo, ya que incrementan la demanda agregada a través del consumo y la inversión. Sus capacidades también pueden complementar los puestos de trabajo existentes y estimular la creación de empleo. Además, las características de los inmigrantes, como su país de origen, educación y nivel de competencia, también producen un efecto importante sobre el desempleo.

Para ilustrar la importancia del efecto de los altibajos en los flujos de migración sobre el ciclo económico de Nueva

Persistirá la solidez económica en Nueva Zelanda

La economía de Nueva Zelanda sigue registrando buenos resultados, con un crecimiento medio del 4% anual en los últimos seis años, gracias a las profundas reformas estructurales de los años ochenta y noventa, unas políticas macroeconómicas siempre acertadas y altas tasas de inmigración en los últimos años, según el examen económico anual del FMI. La creación de empleo ha sido excepcional, lo cual ha reducido el desempleo hasta el nivel más bajo entre los países integrantes de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos. La deuda pública ha descendido constantemente y la inflación ha permanecido dentro de la gama meta del banco central. El Directorio Ejecutivo del FMI elogió la hábil implementación de políticas fiscales y monetarias y la diversidad de reformas estructurales.

El crecimiento económico subió a casi el 5% en 2004, gracias a la pujanza de la demanda interna. Se registró un auge en el consumo de los hogares a raíz del fuerte crecimiento del ingreso generado, en parte, por la mejora de los términos de intercambio. La inversión fija se aceleró ante las elevadas rentabilidad y ventas de las empresas, generándose restricciones de capacidad.

A medida que la economía alcanzaba un altísimo nivel de utilización de los recursos, repuntó la inflación, lo cual obligó al banco central a aplicar una política monetaria más contractiva. En vista

del riesgo de inflación, el Directorio respaldó la decisión de las autoridades de mantener el sesgo contractivo, y señaló que la política monetaria debía ser muy equilibrada para evitar una desaceleración indebida de la actividad económica. La situación fiscal es sólida, pero no hay espacio para políticas expansivas.

Se prevé que a corto plazo el crecimiento se desacelerará al moderarse el gasto de consumo como resultado del enfriamiento del mercado de la vivienda y del aumento de las tasas de interés. No obstante, a mediano plazo, se prevé un crecimiento medio del 3%. Con pocas posibilidades de elevar la tasa de participación laboral, las autoridades creen que el aumento de la productividad es el principal desafío de la política, y el FMI concuerda con esto.

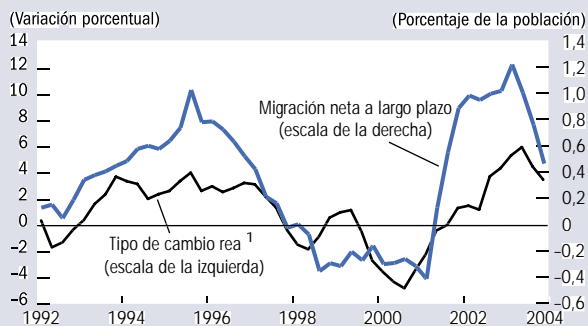
Nueva Zelanda	2001	2002	2003	2004	Proyecciones 2005
	(Variación porcentual)				
PIB real	2,6	4,7	3,4	4,8	2,8
Demanda interna	2,6	5,6	5,3	8,0	3,6
	(Porcentaje de la fuerza laboral)				
Desempleo	5,3	5,2	4,6	3,9	3,8
	(Porcentaje del PIB)				
Deuda pública neta	17,0	14,2	13,7	10,8	8,7

Fuente: Nota de información al público del FMI del 5 de mayo de 2005.

Gráfico 1

Más inmigrantes, mayor demanda

La variación del tipo de cambio real tras una migración neta parece indicar que el aumento de la inmigración guarda relación con el aumento de la demanda interna.



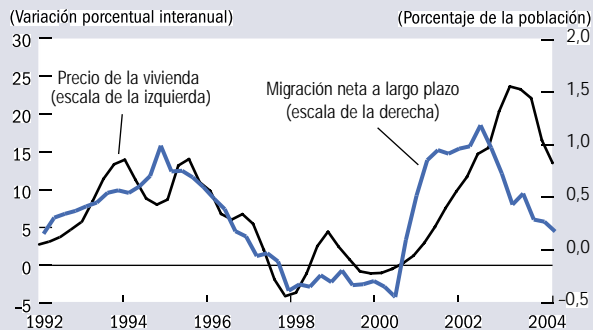
¹Tres trimestres por anticipado y medido calculando la diferencia entre las tasas de inflación de los bienes y servicios transables y no transables. Fuente: Datos de CEIC y cálculos del personal técnico del FMI.

Zelandia, en el gráfico 1 se indica que las variaciones del tipo de cambio real (medido como la diferencia entre las tasas de inflación de los bienes y servicios transables y no transables) tienden a seguir de cerca los flujos de inmigración neta, lo cual parece indicar que el aumento de la inmigración neta guarda relación con el aumento de la demanda interna. El efecto de los inmigrantes sobre la demanda es particularmente evidente en el sector de la vivienda, donde contribuyó a los fuertes aumentos de los precios registrados en los últimos años (véase el gráfico 2).

Gráfico 2

Migración y vivienda

La migración ha incidido en los precios de la vivienda a través de los años.



Fuente: Banco de la Reserva de Nueva Zelandia.

En el caso de Nueva Zelandia, el análisis empírico indica que un aumento de la inmigración neta tiende a reducir la tasa de desempleo al tiempo que eleva la participación de la fuerza laboral. Para este análisis, se estima un sistema de ecuaciones que incluyen la tasa de desempleo, el salario real, la tasa de migración neta y la participación de la fuerza laboral, a fin de calcular la interdependencia de estas variables. Los resultados parecen indicar que los inmigrantes, a través de su efecto sobre la demanda, ayudan a elevar la participación de la fuerza laboral mediante la mejora de las perspectivas de empleo. Además, al generar mayor demanda y limitar el aumento de salarios, crean más empleos que los que ellos mismos ocupan.

En algunos aspectos, el efecto de la migración sobre el desempleo depende de los integrantes de los flujos de migración. Se observa que la migración neta proveniente de Australia genera una mayor reducción de la tasa de desempleo que la de otros países, lo cual parece indicar que las capacidades de los migrantes desde y hacia Australia podrían complementarse mejor con las de los trabajadores locales. Esta conclusión es quizá previsible, ya que Nueva Zelandia tiene un mercado laboral común y otros vínculos económicos con Australia. No obstante, la mayor participación de trabajadores calificados —según las ocupaciones declaradas— en la inmigración neta no parece surtir un efecto adicional sobre la tasa de desempleo, lo cual parece indicar que los migrantes calificados en general no han obtenido mejores resultados en su búsqueda de empleo que los no calificados.

Consideraciones de política

Para los próximos años se prevé que continuará la desaceleración de la inmigración neta registrada en 2004 en Nueva Zelandia ya que, según las proyecciones, la economía mundial permanecerá relativamente sólida. Una simulación indica que la reducción prevista de la inmigración neta generaría un aumento de la tasa de desempleo cercano al medio punto porcentual en los próximos dos años, lo cual tendería a reducir las presiones inflacionarias. Estos resultados destacan la continua necesidad para las autoridades económicas neozelandesas de analizar las perspectivas de migración internacional —cuyos flujos dependen también de la evolución económica de otros países— y de formular las políticas monetarias y fiscales externas. ■

Li Cui
FMI, Departamento de Asia y el Pacífico

Puede obtenerse más información sobre Nueva Zelandia en los estudios IMF Country Report Nos. 05/152 y 05/153. El texto completo de ambos estudios, en inglés, puede consultarse en www.imf.org.

Mejorar la calidad del gasto público

En muchos países —especialmente de América Latina— las restricciones presupuestarias limitan la inversión pública y la creación de infraestructura. Muchos gobiernos establecen alianzas entre los sectores público y privado (APP) para impulsar la inversión sin causar desequilibrios fiscales; pero esas alianzas no están libres de riesgos. En un seminario (véase recuadro) auspiciado por el FMI y el Gobierno de Brasil, funcionarios y representantes de países industriales y latinoamericanos, instituciones financieras internacionales y universidades examinaron la forma de mejorar la inversión pública.

Según Gerd Schwartz, funcionario del Departamento de Finanzas Públicas (FAD) del FMI, la disminución de la inversión pública en infraestructura tiene varias causas, entre ellas el descenso del ahorro público, la afectación de ingresos para usos especiales, el creciente interés por reducir el tamaño del sector público, y la necesidad de continuar la consolidación fiscal. Schwartz destacó cuatro estrategias para fortalecer esa inversión: reforma del sector público —incluidos la administración pública y el sistema de seguridad social— para reducir el gasto corriente; mejora de la administración tributaria para movilizar ingresos; menor afectación de ingresos para fines especiales y reasignación del gasto público a la inversión; y mejora de los sistemas de gestión del gasto para hacer más eficaz la inversión.

Schwartz señaló que la mayoría de los países —sobre todo los muy endeudados— tienen pocas posibilidades de aumentar la inversión pública mediante una política fiscal más laxa, y que esas posibilidades no pueden crearse alterando las normas de contabilidad fiscal.

Entre los problemas de gestión de la inversión pública figuran los proyectos paralizados o incompletos, los sobrecostos, los “elefantes blancos” y la preferencia por inaugurar nuevos proyectos en vez de rehabilitar y conservar la infraestructura existente. Según Israel Fainboim (FAD), los proyectos de inversión pública deberían seleccionarse mediante una rigurosa evaluación, labor que ha sido facilitada por los avan-

El seminario tuvo lugar del 25 al 27 de abril en el Instituto Nacional de Administración Pública en Brasilia y fue copatrocinado por el Departamento de Finanzas Públicas y el Instituto, del FMI, y el Ministerio de Planeamiento, Presupuesto y Gestión, y el Ministerio de Hacienda, de Brasil.

En 2004, FAD propuso un nuevo marco para analizar la inversión pública, que ya se ha ensayado en ocho estudios piloto en Brasil, Chile, Colombia, Etiopía, Ghana, India, Jordania y Perú.

ces informáticos y las nuevas metodologías para evaluar y cuantificar los beneficios. Eivind Tandberg (FAD) recomendó que la inversión pública (y las APP) se analicen en un marco de gasto plurianual, tomando en cuenta los efectos del proyecto en los futuros gastos ordinarios. Es necesaria una firme coordinación entre los ministerios de Hacienda y Planificación, dijo, especialmente cuando el primero prepara el presupuesto ordinario y el segundo se encarga del gasto de capital, lo cual es habitual en América Latina.

Oswaldo Feinstein (Banco Mundial) y Brian Olden (FMI) propusieron normas para una asignación de fondos que favorezca los proyectos mejor ejecutados. En Chile, señaló Mario Marcel (Ministerio de Hacienda), las propuestas de inversión, que se subcontratan mediante un proceso competitivo, son examinadas y aprobadas por los ministros de Hacienda y Planificación. También se creó un “fondo competitivo” que permite a las entidades públicas competir por nuevos fondos para la inversión.

Con la excepción de Chile, la adopción de prácticas óptimas en este terreno en América Latina está lejos de ser una realidad. Si bien en varios países se hace algún tipo de análisis de costo-beneficio, los resultados no se usan necesariamente para facilitar las decisiones sobre presupuesto, y las deficiencias en el presupuesto de inversiones a mediano plazo retrasan la ejecución.

Hincapié en la eficiencia

Según el Banco Mundial, en la última década muchos proyectos para el establecimiento de APP han sido mal estructurados, y han creado considerables riesgos fiscales. Además, al dar prioridad a las APP, los países podrían soslayar la mejora de los procedimientos de inversión pública en vigor. En este sentido, quizá valdría la pena emular al Reino Unido. Según Edward Farquharson (Partnerships U.K.), en este país las APP se consideran como uno más entre los métodos de adquisición de proyectos que ya han sido aprobados.

En general, los participantes en el seminario coincidieron en que las APP deberán usarse para aumentar la eficiencia: la opción entre las APP y la inversión pública directa deberá basarse en su eficacia en función de los costos, no en las limitaciones de financiamiento. Sin embargo, el actual interés en ellas obedece en gran parte al deseo de movilizar recursos adicionales para infraestructura, sin tener en cuenta la eficiencia.

No existen normas internacionales de contabilidad y declaración de datos para las APP. El FMI recomienda que se divulguen plenamente los costos futuros de las APP y se tengan en cuenta en los análisis de sostenibilidad de la deuda. ■

Eivind Tandberg
FMI, Departamento de Finanzas Públicas

Alivio de la deuda de los PPME (situación al 26 de mayo de 2005)

Pais miembro	Punto de decisión	Punto de culminación	Monto aprobado	Monto desembolsado ¹
(Millones de DEG)				
Iniciativa para los países pobres muy endeudados (PPME)				
En virtud de la Iniciativa original de 1996				
Bolivia	Septiembre de 1997	Septiembre de 1998	21,2	21,2
Burkina Faso	Septiembre de 1997	Julio de 2000	16,3	16,3
Côte d'Ivoire	Marzo de 1998	--	16,7 ²	--
Guyana	Diciembre de 1997	Mayo de 1999	25,6	25,6
Mali	Septiembre de 1998	Septiembre de 2000	10,8	10,8
Mozambique	Abril de 1998	Junio de 1999	93,2	93,2
Uganda	Abril de 1997	Abril de 1998	51,5	51,5
Total PPME original			235,3	218,6
En virtud de la Iniciativa reforzada para los PPME de 1999				
Benin	Julio de 2000	Marzo de 2003	18,4	20,1
Bolivia	Febrero de 2000	Junio de 2001	41,1	44,2
Burkina Faso	Julio de 2000	Abril de 2002	27,7	29,7
Camerún	Octubre de 2000	Flotante	28,5	5,6
Chad	Mayo de 2001	Flotante	14,3	8,6
Congo, República Democrática del	Julio de 2003	Flotante	228,3 ³	2,3
Etiopía	Noviembre de 2001	Abril de 2004	45,1	46,7
Gambia	Diciembre de 2000	Flotante	1,8	0,1
Ghana	Febrero de 2002	Julio de 2004	90,1	94,3
Guinea	Diciembre de 2000	Flotante	24,2	5,2
Guinea-Bissau	Diciembre de 2000	Flotante	9,2	0,5
Guyana	Noviembre de 2000	Diciembre de 2003	31,1	34,0
Honduras	Junio de 2000	Abril de 2005	22,7	22,7
Madagascar	Diciembre de 2000	Octubre de 2004	14,7	16,4
Malawi	Diciembre de 2000	Flotante	23,1	6,9
Mali	Septiembre de 2000	Marzo de 2003	34,7	38,5
Mauritania	Febrero de 2000	Junio de 2002	34,8	38,4
Mozambique	Abril de 2000	Septiembre de 2001	13,7	14,8
Nicaragua	Diciembre de 2000	Enero de 2004	63,5	71,2
Níger	Diciembre de 2000	Abril de 2004	31,2	34,0
Rwanda	Diciembre de 2000	Abril de 2005	33,8 ⁴	33,8
Santo Tomé y Príncipe	Diciembre de 2000	Flotante	--	--
Senegal	Junio de 2000	Abril de 2004	33,8	38,4
Sierra Leona	Marzo de 2002	Flotante	98,5	62,0
Tanzania	Abril de 2000	Noviembre de 2001	89,0	96,4
Uganda	Febrero de 2000	Mayo de 2000	68,1	70,2
Zambia	Diciembre de 2000	Abril de 2005	468,8	468,8
Total PPME reforzado			1.590,3	1.303,6
Total combinado para 28 países miembros			1.825,5	1.522,2

Definiciones

Punto de decisión: Punto en el que el FMI decide habilitar a un país miembro para recibir asistencia en virtud de la Iniciativa para los PPME (normalmente al cabo de un período inicial de ejecución de tres años) y el monto de la asistencia aprobada.

Punto de culminación: Punto en el que el país recibe la mayor parte de la asistencia en el marco de la Iniciativa para los PPME, sin más condiciones de política. En virtud de la Iniciativa reforzada para los PPME, el punto de culminación guarda relación con la ejecución de reformas estructurales fundamentales previamente acordadas (es decir, un punto de culminación flotante).

¹Incluye intereses por montos comprometidos en virtud de la Iniciativa reforzada para los PPME.

²Equivalente al monto comprometido de US\$22,5 millones a los tipos de cambio del punto de decisión (17 de marzo de 1998).

³El monto comprometido equivale al saldo restante del total de asistencia del FMI en virtud de la Iniciativa PPME por valor de DEG 337,9 millones, una vez deducidos DEG 109,6 millones que representan el elemento concesionario relacionado con el desembolso de un préstamo en virtud del servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza tras la eliminación de los atrasos de la República Democrática del Congo frente al FMI el 12 de junio de 2002.

⁴No incluye el compromiso adicional de asistencia PPME reforzada por valor de DEG 12,98 millones sujeta a la recepción de seguridades de financiamiento satisfactorias de otros acreedores.

Datos: FMI, Departamento Financiero.

Llamamiento de Nelson Mandela:

Los países ricos deben asumir más responsabilidad ante las prioridades de desarrollo de África

“Estados Unidos y otros países donantes deben proporcionar mucha más asistencia económica, en condiciones más flexibles, y orientada hacia las prioridades establecidas por los africanos”, manifestó Nelson Mandela, ex Presidente de Sudáfrica y ex líder del Congreso Nacional Africano, en el discurso que pronunció el 16 de mayo en la Brookings Institution, en Washington.

Mandela recordó a la audiencia que la cumbre del Grupo de los Ocho, a celebrarse del 6 al 8 de julio, brindará una oportunidad histórica a las máximas autoridades de los países ricos para poner de manifiesto su voluntad política de ayudar a África a alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio, que es “lo menos que espera” el pueblo africano.

En el temario de la cumbre figuran temas que interesan a África, como un acuerdo entre los dirigentes del G-8 de duplicar la asistencia a la región, abrir los mercados de los países ricos a las exportaciones de África, y un mayor alivio de la deuda.

Según Mandela, la salud y la educación son los dos ámbitos en que la asistencia externa podría ser más eficaz. Subrayó la apremiante necesidad de mayor acceso al tratamiento para los “principales flagelos” de África (el VIH/SIDA, el paludismo y la tuberculosis) y recalcó que “en definitiva, la libertad nada significa para quien queda a merced de esas enfermedades, que son prevenibles y tratables”. Además, destacó la necesidad de promover la educación primaria y secundaria y de revitalizar las universidades africanas, dada la grave escasez de personal altamente calificado que se requiere para promover el desarrollo de la región.

“Me complace que el Presidente Bush se haya comprometido a aplicar un enfoque nuevo, basado en mayor medida en resultados, para el otorgamiento de la asistencia externa: la Cuenta del

Desafío del Milenio”. Mandela señaló que la educación y la salud son también prioridades expresas del programa de asistencia externa de Estados Unidos. Reconoció, además del plan de emergencia para socorrer a las víctimas del SIDA, los aportes de fundaciones privadas y organizaciones no gubernamentales de ese país, como la Fundación Bill and Melinda Gates, e instó a redoblar esfuerzos para reducir el precio de los medicamentos antirretrovirales y otros.



Henrik Gschwendl De Gier/FMI

Mandela: Un hecho auspicioso, señaló, es que en todo el continente se está consolidando un nuevo consenso democrático.

Mandela subrayó que, si bien la asistencia adicional que brinden los asociados extranjeros es bien recibida, los africanos deben estar a la altura del desafío y cumplir plenamente el papel que les corresponde. Manifestó su esperanza de que las organizaciones del legado de Mandela —entesidades filantrópicas establecidas en su nombre— realizarán un aporte considerable. Se trata del Fondo Nelson Mandela

para la Niñez, la Fundación Nelson Mandela (que promueve mejoras en la calidad y acceso a la educación primaria y secundaria) y la Fundación Mandela Rhodes (que otorga becas universitarias).

Mandela añadió que las autoridades políticas de África deben observar normas internacionalmente aceptadas de transparencia y buena gestión pública, y hacerse mutuamente responsables de su cumplimiento, por ejemplo a través del Mecanismo de examen inter pares establecido por la Unión Africana. Un hecho auspicioso, señaló, es que en todo el continente se está consolidando un nuevo consenso democrático. ■

Jacqueline Irving

FMI, Departamento de Relaciones Externas

El texto completo, en inglés, de la transcripción del discurso de Nelson Mandela puede consultarse en www.brookings.edu/comm/events/20050516.htm.

Laura Wallace
Directora

Sheila Meehan
Redactora Principal

Christine Ebrahim-zadeh
Jefa de producción

Camilla Andersen
Jacqueline Irving
Conny Lotze
Redactoras

Maureen Burke
Lijun Li

Kelley McCollum
Ayudantes de redacción

Julio Prego
Diseñador gráfico

Con la colaboración de
Graham Hacche
Prakash Loungani

Edición en español

División de Español
Departamento de Tecnología
y Servicios Generales

Rodrigo Ferrerosa
Traducción

Magaly B. Torres
Corrección de pruebas

Christine K. Brown
Composición gráfica

El Boletín (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 22 números en español, francés e inglés, además de *El FMI en Foco*. Las opiniones e información publicadas no representan necesariamente la posición oficial del FMI. Los mapas que se publican para orientar a los lectores provienen de la sexta edición de *Atlas of the World*, de *National Geographic*; los nombres y las fronteras que aparecen en los mismos no reflejan la posición del FMI con respecto a la situación jurídica de ningún territorio, ni tampoco la conformidad de la institución en relación con dichas fronteras. El material publicado puede reproducirse mencionando la fuente de información, salvo las fotografías e ilustraciones que no pueden reproducirse en forma alguna. La correspondencia debe dirigirse a: Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-8585; correo electrónico: imfsurvey@imf.org.

El precio de la suscripción anual, para empresas privadas y particulares, es de US\$109. Para solicitar la suscripción al *Boletín del FMI* o publicaciones del FMI, sírvase dirigirse a: IMF Publication Services, Box X2005, IMF, Washington, DC 20431 EE.UU. Tel.: (202) 623-7430; Fax: (202) 623-7201; Correo electrónico: publications@imf.org. El *Boletín del FMI* se distribuye por correo aéreo (Canadá, Estados Unidos y México: first class; otros países: airspeed).