

CRISIS FINANCIERA MUNDIAL

El FMI apoya la acción coordinada contra la crisis

La acción mundial coordinada está comenzando a cambiar el curso de la crisis financiera, pero los gobiernos también deben “sacar a relucir todos los instrumentos” disponibles para limitar el daño en la economía real, afirmó el Director Gerente del FMI, Dominique Strauss-Kahn, ante las autoridades financieras mundiales reunidas en Washington.

“Hasta este fin de semana, el desplome de la confianza en los mercados ha ido casi en paralelo con un desplome de la confianza entre los países. Observamos una tendencia muy perniciosa hacia la adopción de medidas unilaterales pensando únicamente en los intereses nacionales. Ahora las cosas están empezando a cambiar”, señaló Strauss-Kahn en un discurso pronunciado al final de las Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial, celebradas del 10 al 13 de octubre.

Sin embargo, puntualizó que queda un largo camino por recorrer para estabilizar los mercados financieros y revitalizar la vapuleada economía mundial. “Es esencial actuar en los mercados financieros, pero no es suficiente. También tenemos que sacar a relucir todos los

(continúa en la página 150)



Ben Bernanke (izq.), Presidente de la Reserva Federal estadounidense, y Dominique Strauss-Kahn, Director Gerente del FMI, en la reunión del CMFI.

Stephen Jaffe/Foto del FMI

Profunda desaceleración mundial, según el FMI

Golpeada por un shock financiero extraordinario y una carestía persistente de la energía y las materias primas, la economía mundial se está desacelerando rápidamente, y muchas economías avanzadas se encuen-

tran al borde o al comienzo de una recesión, según la edición de octubre de 2008 del informe del FMI *Perspectivas de la economía mundial*.

Publicado dos días antes de las Reuniones Anuales del FMI y del Banco Mundial, el informe señala que la expansión de las economías emergentes también se está debilitando tras años de pujanza, aunque seguirá impulsando el crecimiento mundial.

Durante la presentación a la prensa, Olivier Blanchard, Economista Jefe del FMI, recaló la importancia de “frenar el ímpetu negativo en varios flancos”, actuando simultáneamente en el plano financiero, mediante “la elaboración de programas integrales para abordar problemas sistémicos”, y en el

(continúa en la página 152)

El FMI, encargado de extraer lecciones de la crisis

El CMFI solicitó al FMI que extraiga las lecciones necesarias de la crisis actual y recomiende medidas para restablecer la confianza y la estabilidad (véase el comunicado en la pág. 154).

En este número

- 151 Fondos soberanos de inversión
- 157 Crisis financiera mundial
- 158 Metodologías contables
- 159 Impacto del estrés financiero
- 160 El futuro de Fannie y Freddie
- 162 Análisis de tipos de cambio
- 164 Centros de asistencia técnica
- 165 Fondos fiduciarios de asistencia
- 166 Perspectivas económicas de África
- 167 Servicio para Shocks Exógenos
- 168 Notas breves



La turbulencia financiera está afectando a empresas que, si bien resistieron el encarecimiento del petróleo, hoy tienen mucha menos demanda.

Layne Bailey/Charlotte Observer



Jeremy Cliff
Redactor Jefe

Maureen Burke
Redactora a cargo
de la Producción

Camilla Andersen
Archana Kumar
James Rowe
Simon Willson
Redactores

Natalie Ramírez-
Djumena
Lijun Li
Kelley McCollum

Niccole Braynen-Kimani
Ayudantes de Redacción

Luisa Menjivar
Directora de Artes Gráficas

Julio R. Prego
Diseñadora Gráfica

Michael Spilotro
Fotógrafo

Edición en español
Departamento de Tecnología
y Servicios Generales

Marcelo Mareque
Traducción

Patricia Fernández-
Ostolaza

Corrección de pruebas
Tania Fragnaud
Composición gráfica

El *Boletín* (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 12 números en español, francés e inglés. Las opiniones e información publicadas no representan necesariamente la posición oficial del FMI. Los mapas se publican para orientar a los lectores; 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 la siguiente dirección:

Current Communications Division
Room 7-106, 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\$15. Para solicitar la suscripción al *Boletín del FMI* u otras publicaciones del FMI, sírvase dirigirse a la siguiente dirección: IMF Publication Services, Box X2008, 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).

El FMI apoya la acción coordinada contra la crisis

(continuación de la pág. 149)

instrumentos de la política macroeconómica moderna a fin de limitar los daños en la economía real”, afirmó.

Hemos aprendido desde los años treinta

En su discurso ante la Junta de Gobernadores del FMI, Strauss-Kahn afirmó que el mundo atraviesa la crisis financiera más peligrosa desde la Gran Depresión de los años treinta. Pero, dado lo aprendido, añadió, el mundo cuenta ahora con las herramientas para “salir de esta crisis con nuestras economías y nuestras sociedades intactas”.

Durante el fin de semana, las autoridades políticas y financieras mundiales reunidas en Washington y París presentaron una serie de planes y declaraciones para combatir la crisis financiera y restablecer la confianza en el sistema financiero mundial, golpeado por una grave compresión del crédito provocada inicialmente por un colapso en Estados Unidos.

Las autoridades del Grupo de los Siete (G-7), integrado por las economías avanzadas; los 15 miembros de la zona del euro; el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI), que representa a los 185 países miembros del FMI; y el Grupo de los 20, que representa tanto a economías avanzadas como en desarrollo, coincidieron en la necesidad de medidas coordinadas en todo el mundo.

Nuevos enfoques

Strauss-Kahn señaló que los gobiernos están dispuestos a ensayar nuevos enfoques que “son exhaustivos y abordan todas las facetas de la problemática del mercado financiero: la liquidez, los activos de mala calidad, la escasez de capital y, especialmente, la confianza”.

El eje del plan del G-7 es un compromiso más enérgico que nunca para usar todos los instrumentos disponibles a fin de respaldar a las instituciones financieras de importancia sistémica. El plan describe los mecanismos específicos que los países pueden aplicar para brindar apoyo al sistema, reactivar el crédito y restablecer la confianza.

Los países de la zona del euro anunciaron que adquirirán participaciones en los bancos a fin de fortalecer sus finanzas y



El Presidente de Estados Unidos, George W. Bush (izq.), con el Presidente del G-20, Guido Mantego.

garantizar los préstamos interbancarios hasta el final del año.

Strauss-Kahn declaró que la respuesta a escala mundial no tiene que ser necesariamente uniforme, pero debe estar coordinada. “[A]ún nos queda mucho camino por recorrer. No hace falta que todos tengamos las mismas políticas, pero debemos mantener un diálogo entre todos con respecto a nuestras políticas, y considerar los efectos de nuestras actuaciones sobre los demás socios. Este fin de semana es apenas el comienzo de un largo empeño.”

Dar impulso a la economía real

Strauss-Kahn señaló que es necesario limitar el daño en la economía real. Según proyecciones del FMI, el crecimiento se desplomará a una tasa de alrededor de 3% en 2009. El Director Gerente del FMI esbozó las medidas que exige esta situación:

- Las **economías avanzadas** deberían utilizar la “política fiscal cuando sea posible”. El uso más obvio de la política fiscal es para aliviar las presiones donde son más intensas: en los sectores financiero e inmobiliario. Pero los gobiernos que puedan permitirse deben estar dispuestos a ofrecer un estímulo fiscal mayor. También hay margen para utilizar la política monetaria a fin de apoyar el crecimiento, tomando como base las medidas que ya aplicaron los bancos centrales para reducir las tasas de interés.
- Las **economías emergentes** tienen diversos grados de libertad para actuar. Algunas pueden permitirse acudir a sus reservas para financiar descensos temporales y repentinos

FMI LIBROS
La librería del FMI en Internet

Visite la nueva librería
del FMI en Internet:
www.imfbookstore.org

de los flujos de capital. Otras tendrán que elevar las tasas de interés de referencia teniendo en cuenta el aumento de las primas de riesgo, a fin de frenar las salidas de capital y reforzar la confianza en sus monedas. Algunas podrían requerir ayuda, y quizás en gran cantidad, incluso del FMI.

• Los **países en desarrollo** se enfrentan a una menor demanda de sus exportaciones y a un menor acceso al crédito comercial. Y muchos ya están sufriendo los efectos de la otra crisis: la de los alimentos y los combustibles, que ha ejercido una gran presión sobre los presupuestos y las balanzas de pagos, y ha elevado la inflación y el costo de vida. Strauss-Kahn señaló el compromiso del FMI de ayudar a los países en dificultades e instó a los países desarrollados a no recortar sus presupuestos de ayuda por la crisis financiera.

Asimilar las enseñanzas

Según expresó Strauss-Kahn, la crisis de los mercados financieros es el resultado de tres fallas: una falla regulatoria y de supervisión en las economías avanzadas; una falla en la gestión del riesgo en las instituciones financieras privadas; y una falla en los mecanismos de disciplina del mercado.

“Para evitar que estas fallas se repitan se requerirá un esfuerzo internacional, ya que las fronteras no limitan a las instituciones financieras ni le cierran el paso a las turbulencias financieras”, declaró.

El CMFI solicitó al FMI que tome la iniciativa para extraer de la crisis actual las lecciones de política económica necesarias y recomendar medidas eficaces para restablecer la confianza y recuperar la estabilidad.

El CMFI también solicitó “que el FMI despliegue una labor más intensa con todos los países miembros, con miras a analizar y formular políticas enérgicas para responder a la crisis”. Tanto su nuevo presidente, Youssef Boutros-Ghali (véase el recuadro de la pág. 156) como Strauss-Kahn reconocieron que las soluciones variarán según la condición y la estructura del sistema financiero de cada país.

El 10 de octubre, antes del anuncio del G-7, Strauss-Kahn propuso un plan de acción para frenar la caída de los mercados y restablecer la confianza; el plan abarca cuatro componentes: garantías públicas transitorias de las obligaciones, adquisición estatal de activos contamina-



Stephen Jaffe/Foto del FMI

Strauss-Kahn (segundo de la izq.) con los titulares del G-7 en los jardines de la Casa Blanca. La respuesta de los gobiernos a la crisis es cada vez más amplia.

dos para forzar el reconocimiento contable de las pérdidas, inyecciones públicas de capital en el sistema financiero y una estrecha cooperación internacional.

Crédito de emergencia

Strauss-Kahn recaló que la institución está preparada para activar su mecanismo de emergencia y otorgar crédito rápidamente a cualquier país miembro en dificultades financieras. “El FMI tiene los recursos y estamos listos”, afirmó. El Mecanismo de Financiamiento de Emergencia fue creado en 1995 y se ha utilizado únicamente en seis ocasiones.

El FMI dispone de más de US\$200.000 millones en fondos prestables y puede utilizar otros recursos a través de dos acuerdos permanentes de préstamo.

Las difíciles condiciones externas mundiales complican para los países de mercados emergentes y en desarrollo el desafío de preservar la estabilidad macroeconómica, sustentar el crecimiento y avanzar en la reducción de la pobreza. Por esa razón, reviste importancia crítica que las medidas de colaboración estén coordinadas entre las economías avanzadas y emergentes. ■

Principios voluntarios para los fondos soberanos de inversión

El Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión (GITFSI) publicó el 11 de octubre un conjunto de 24 principios de aplicación voluntaria que aspiran a crear un entorno de inversión internacional abierto, y está estudiando el establecimiento de un órgano internacional permanente. El GITFSI, que representa 26 fondos soberanos, presentó los Principios de Santiago —acordados en la capital chilena el mes pasado— al Comité Monetario y Financiero Internacional, el órgano que decide las políticas del FMI.

En una declaración, el GITFSI precisó la finalidad de los principios:

- Establecer una estructura de gobierno sólida y transparente que cuente con mecanismos adecuados de control operativo, gestión del riesgo y rendición de cuentas.
- Cumplir con todos los requisitos normativos y de declaración de información en los países en los que invierten los fondos soberanos.
- Asegurar que los fondos soberanos inviertan en función de criterios relacionados con la rentabilidad y el riesgo económico y financiero.
- Contribuir a mantener un sistema financiero mundial estable y la libre circulación del capital y las inversiones.

Los fondos soberanos están abiertos a una mayor transparencia, explicó en una rueda de prensa Hamad Al Suwaidi, Copresidente del grupo, y señaló que los Principios de Santiago los comprometen específicamente a una serie de divulgaciones públicas.

El otro Copresidente, Jaime Caruana, Director del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI, puntualizó que la inversión largoplacista contribuye a la estabilidad financiera: “Ese es precisamente el papel que pueden jugar los fondos soberanos de inversión, porque operan con esa visión a largo plazo”, afirmó.

Perspectivas de la economía mundial

(continuación de la página 149)

macroeconómico, mediante “el uso de políticas monetarias y fiscales para respaldar el crecimiento y romper el círculo vicioso entre el sector financiero y el real”.

“Con las políticas adecuadas —que ya tenemos a mano— podemos capear este temporal y esperar una reactivación durante 2009”, afirmó.

Una recuperación muy paulatina

La economía mundial está entrando en una profunda desaceleración ante el shock más peligroso desde la década de 1930 para los mercados financieros maduros: las previsiones ahora apuntan a un crecimiento mundial de 3,0% en 2009, o sea 0,9 puntos porcentuales menos que lo proyectado en julio pasado.

Tras un crecimiento anémico en lo que resta del año y a comienzos de 2009, la recuperación será excepcionalmente gradual en comparación con episodios anteriores, porque se prevé que la situación financiera seguirá siendo muy difícil, aun si las autoridades estadounidenses y europeas logran estabilizar los mercados financieros y prevenir nuevos sucesos sistémicos.

“En los países avanzados, la crisis ahora es alimentada por el desmoronamiento de la confianza”, explicó Blanchard, advirtiendo que los efectos se están propagando a los consumidores y las empresas, que habían soportado bien el encarecimiento del petróleo y de las materias primas pero ahora experimentan una demanda mucho más débil.

Por su parte, aunque están perdiendo ímpetu, las economías emergentes conservarían la resistencia gracias al vigoroso crecimiento de la productividad y al fortalecimiento de los marcos de política económica. Pero cuanto más dure la crisis financiera, más probable será que se vean afectadas.

Retroceso de la inflación en las economías avanzadas

La creciente capacidad ociosa, sumada a la estabilización de los precios de las materias primas, moderaría el alza de precios en las economías avanzadas. Pero en muchas economías emergentes y en desarrollo, la inflación se mantendría elevada hasta fin de año, a medida que el encarecimiento de las materias primas continúe trasladándose a los consumidores, y cedería un poco para fines de 2009.

Pese a la desaceleración, el nivel general de inflación subió en todo el mundo a niveles sin precedentes desde finales de los años noventa, empujado por los combustibles y los alimentos. En las economías avanzadas, el nivel general de inflación fue de 4½% en términos interanuales en agosto, ligeramente inferior al máximo de julio gracias a cierta disminución de los precios de las materias primas.

La reaparición de este fenómeno fue más marcado en las economías emergentes y en desarrollo, donde la inflación general agregada alcanzó 8¼% en agosto, y llegó a dos dígitos en una amplia gama de países.

Aumentos salariales

En cierta medida, la diferencia refleja el peso considerablemente mayor de los precios de los alimentos en las canastas de consumo de estas economías, normalmente 30%–45% frente a 10%–15% en las economías avanzadas. Pero aun excluidos los alimentos y los combustibles, la inflación también se aceleró marcadamente y hay indicios de que las expectativas inflacionarias y los salarios están aumentando, aunque no se cuenta con datos tan sistemáticos como en las economías avanzadas.

En términos reales, los precios de las materias primas continúan a niveles mucho más altos que los registrados durante los 20 últimos años, pese a cierto declive desde mediados de julio en medio de la desaceleración económica mundial. El motivo se encuentra en el delicado equilibrio entre la oferta y la demanda de muchos productos básicos, y en la probabilidad de que esa situación se mantenga en el futuro próximo después de muchos años de abundante capacidad.

Riesgos para las proyecciones de referencia

Según el informe del FMI, el riesgo principal está relacionado con dos cuestiones financieras conexas: las tensiones financieras y las restricciones crediticias derivadas del desapalancamiento podrían ser más intensas y prolongadas de lo previsto, y el deterioro del mercado de la vivienda podría resultar más profundo en Estados Unidos y más generalizado en Europa.

En esta situación excepcionalmente incierta hay riesgos a la baja sustanciales: además de la tensión financiera irresuelta y del deterioro del mercado estadounidense de la vivienda, podrían interrumpirse las corrientes de capital hacia las economías emergentes y podría recrudecer el proteccionismo. Por su parte, el riesgo inflacionario está más equilibrado porque el enfriamiento del crecimiento mundial está haciendo bajar los precios de las materias primas.

Perspectivas de recuperación

Las economías avanzadas crecieron a una tasa anualizada colectiva de apenas 1% entre el cuarto trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2008. La economía estadounidense fue la más castigada por la crisis financiera originada en su propio mercado de hipotecas de alto riesgo, que restringió el crédito y agudizó la corrección del sector de la vivienda iniciada en 2006.

Las economías emergentes y en desarrollo no salieron ilesas y también perdieron ímpetu. El crecimiento resistió más en los exportadores de materias primas, pero se resintió drásticamente en los países con fuertes vínculos comerciales con Estados Unidos y Europa. Además, algunos países que dependen mucho de las afluencias bancarias o las inversiones de cartera para financiar abultados déficits en cuenta corriente quedaron muy golpeados por una contracción brusca del financiamiento externo.

Según las proyecciones de base, el crecimiento disminuirá a un ritmo desconocido desde la recesión de 2001–02, mejorará paulatinamente a fines de 2009 y retomará el nivel tendencial en 2010, respaldado por la recuperación de los términos de intercambio, gracias a la estabilización de los precios de las materias primas, el fortalecimiento del mercado de la vivienda en Estados Unidos y el afianzamiento de la confianza a medida que se solucionen los problemas de liquidez y solvencia de las principales instituciones financieras.

El crecimiento mundial anualizado disminuiría de 5,0% en 2007 a 3,9% en 2008 y 3,0% en 2009 (véase el cuadro).

Para el resto del año y comienzos de 2009, el crecimiento de la economía estadounidense sería plano o negativo, a medida que el estímulo fiscal se disipe, la exportación flaquee y recrudezcan los efectos del empeoramiento de la situación financiera. La recuperación del sector de la vivienda y la estabilización de los precios del petróleo ayudarían a sentar las bases para una incipiente recuperación en el segundo semestre de 2009, pero se prevé que la reactivación será mucho más gradual que en ciclos económicos anteriores, ya que las condiciones crediticias restrictivas siguen teniendo un fuerte efecto en la demanda interna.

La mayoría de las demás economías avanzadas también experimentarían un crecimiento extremadamente lento o una contracción este año y el primer semestre del próximo, y una recuperación apenas moderada hacia finales de 2009.

En las economías emergentes y en desarrollo el crecimiento también seguiría desacelerándose, a un nivel ligeramente subtendencial este semestre y a comienzos del próximo, antes de repuntar a lo largo de 2009. En este período, el crecimiento de estos países se mantendría muy por encima de los niveles registrados en la desaceleración mundial de 2001–02. El crecimiento de las exportaciones

seguirá siendo lento y la demanda interna se enfriará, aunque seguirá sustentándose en los fuertes aumentos de productividad registrados en años recientes. Los exportadores de materias primas —sobre todo petróleo— conservarán el impulso, pero los países dependientes de la importación de alimentos y combustibles o del financiamiento externo se desacelerarán mucho. Se prevé que la afluencia neta de capital extranjero descenderá a la mitad en cifras agregadas, y algunos países podrían sufrir considerables presiones en sus niveles de reservas.

Retos de política económica

El informe del FMI recalca que las autoridades del mundo entero deberán estabilizar los mercados financieros internacionales, mantener la salud de sus economías hasta que terminen la desaceleración y la escasez de crédito, y deshacer las pérdidas inflacionarias recientes.

Los gobiernos enfrentan el reto titánico de lidiar con los riesgos inmediatos a la estabilidad financiera y al mismo tiempo preparar el terreno para reconstruir los cimientos de la intermediación financiera. Para eso habrá que encontrar soluciones integrales a los problemas sistémicos —la proliferación de activos ilíquidos, la escasez de capital y el desmoronamiento de la confianza en las contrapartes— y subsanar rápida y eficazmente las dificultades incipientes de las distintas instituciones.

Las autoridades de política macroeconómica están procurando encontrar un equilibrio entre respaldar la actividad económica durante la desaceleración mundial y una situación financiera extremadamente complicada, y lograr que la modificación sostenida de los precios relativos derivada de la escalada de precios de las materias primas no provoque un fuerte aumento de la inflación, como ocurrió en los años setenta.

Tensiones en el mercado de materias primas

La orientación adecuada de la política económica variará de un país a otro. Se justifica retornar a una orientación más acomodaticia en algunas economías que se enfrentan a una recesión debida a las tensiones financieras, la desaceleración en el mercado de la vivienda y las pérdidas de los términos de intercambio. No obstante, convendrá seguir una política restrictiva en aquellos países que aún están creciendo a un ritmo desmesurado.

El reciente descenso de los precios de las materias primas suscitado por la desaceleración mundial no debe desalentar las medidas encaminadas a aliviar las tensiones en los mercados de materias primas. La atención debe concentrarse en mejorar la reacción de la oferta y la demanda, evitando exacerbar la tirantez de los mercados a corto plazo.

Por último, será importante lograr que los elevados desequilibrios en los flujos de comercio no se traduzcan en más medidas proteccionistas de la cuenta corriente o la cuenta de capital. Una salida del actual impasse en la Ronda de Doha contribuiría a una mayor apertura del sistema de comercio multilateral. ■

Grave desaceleración mundial

El crecimiento mundial está disminuyendo rápidamente por efecto de la profunda crisis financiera y la carestía persistente de las materias primas.
(variación porcentual, salvo indicación en contrario)

	Interanual		
	2007	2008	2009
Producto mundial	5,0	3,9	3,0
Economías avanzadas	2,6	1,5	0,5
Estados Unidos	2,0	1,6	0,1
Zona del euro	2,6	1,3	0,2
Alemania	2,5	1,8	—
Francia	2,2	0,8	0,2
Italia	1,5	-0,1	-0,2
España	3,7	1,4	-0,2
Japón	2,1	0,7	0,5
Reino Unido	3,0	1,0	-0,1
Canadá	2,7	0,7	1,2
Economías emergentes y en desarrollo	8,0	6,9	6,1
China	11,9	9,7	9,3
India	9,3	7,9	6,9
América	5,6	4,6	3,2

Fuente: *Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2008.

Nota: Se presume que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 18 de agosto y el 15 de septiembre de 2008.

Subir Lall

FMI, Departamento de Estudios.

Los jefes de las finanzas mundiales avalan un plan contra la crisis

El Comité Monetario y Financiero Internacional celebró su decimotercera reunión en la ciudad de Washington el 11 de octubre de 2008, bajo la presidencia de Youssef Boutros Ghali, Ministro de Hacienda de Egipto. El Comité le da la bienvenida como nuevo Presidente del CMFI. El Comité expresa su profundo agradecimiento al Sr. Tommaso Padoa-Schioppa por su invaluable función como Presidente del Comité al haber conseguido que los países miembros apoyaran las reformas fundamentales del FMI, y manifiesta sus mejores deseos para el futuro.

Ayer, 10 de octubre, el G-7 celebró una reunión en la que acordó el siguiente plan de acción:

- “Tomar medidas decisivas y recurrir a todos los instrumentos disponibles para respaldar a las instituciones financieras de importancia sistémica y evitar su quiebra.

- Adoptar todas las medidas necesarias para restablecer el funcionamiento de los mercados de crédito y de dinero y asegurar que los bancos y otras instituciones financieras tengan amplio acceso a liquidez y financiamiento.

- Asegurar que los bancos y otros importantes intermediarios financieros de nuestros países puedan, en la medida en que lo necesiten, captar capitales del sector público y de fuentes privadas, en cantidades suficientes para restablecer la confianza y permitirles seguir otorgando préstamos a los hogares y las empresas.

- Asegurar que los respectivos programas de seguro y garantía de depósitos de nuestros países tengan la solidez y coherencia necesarias para que los depositantes sigan confiando en la seguridad de sus depósitos.

- Tomar en los casos pertinentes medidas para restablecer el funcionamiento de los mercados secundarios de hipotecas y otros activos titulizados. A este respecto, es necesario que los activos se valoren de manera correcta y se divulguen de manera transparente y que se apliquen de manera uniforme normas de contabilidad de alta calidad.

En la adopción de estas medidas debe asegurarse la protección de los contribuyentes y evitarse efectos potencialmente adversos



En la reunión del 11 de octubre del CMFI, las autoridades financieras mundiales avalaron un plan de acción para luchar contra la crisis internacional.

Stephen Jaiffe/Foto del FMI

para otros países. Utilizaremos los instrumentos de política macroeconómica que resulten necesarios y apropiados. Respalamos firmemente el papel crucial del FMI en el suministro de asistencia a los países afectados por la actual conmoción. Aceleraremos la aplicación integral de las recomendaciones del Foro sobre Estabilidad Financiera y estamos comprometidos a atender la apremiante necesidad de reforma del sistema financiero. Intensificaremos aún más nuestra cooperación y trabajaremos mancomunadamente con otras partes interesadas para llevar adelante la consecución de este plan.”

En el día de la fecha, el Comité Monetario y Financiero Internacional avala firmemente esos compromisos.

El Comité reconoce que la profundidad y el carácter sistémico de la crisis exigen un estado excepcional de vigilancia, coordinación y disposición para tomar medidas enérgicas. Recalca que el FMI tiene como mandato fundamental promover la cooperación multilateral necesarias para restablecer y salvaguardar la estabilidad monetaria y financiera mundial. Considera que, recurriendo a sus procedimientos de emergencia, el FMI está preparado para poner rápidamente recursos sustanciales

a disposición de los países miembros a fin de ayudarlos a cubrir sus necesidades de financiamiento. El Comité hace un llamamiento para que el FMI despliegue una labor más intensa con todos los países miembros, con miras a analizar y formular políticas enérgicas para responder a la crisis.

Asimismo, el Comité deja constancia de que muchas economías de mercados emergentes, que adoptaron políticas sólidas en años recientes, quizás enfrenten las repercusiones de la crisis financiera. Las difíciles condiciones externas mundiales —entre ellas el elevado precio de los alimentos y los combustibles— complican para los países de mercados emergentes y en desarrollo el desafío de preservar la estabilidad macroeconómica, sustentar el crecimiento y avanzar en la reducción de la pobreza. Por esa razón reviste importancia crítica que las medidas de colaboración estén coordinadas entre las economías avanzadas y emergentes.

El Comité exhorta al FMI —dados el carácter universal de los países representados, su especialización macrofinanciera y su cometido de promover la estabilidad financiera mundial— a tomar la iniciativa, conforme a ese cometido, de extraer las lecciones necesarias de la crisis actual y recomendar acciones

eficaces para restablecer la confianza y la estabilidad. Le solicita al FMI que concentre las deliberaciones en este ámbito y que estreche la cooperación, en un ambiente receptivo a una amplia variedad de puntos de vista, con el Foro sobre Estabilidad Financiera (FEF), el G-20 y otros grupos. También le solicita que ponga esta iniciativa en marcha de inmediato y que informe al respecto al CMFI a más tardar en su próxima reunión.

La próxima reunión ordinaria del CMFI tendrá lugar en la ciudad de Washington el 25 de abril de 2009. El siguiente adjunto resume las deliberaciones del Comité sobre otras cuestiones fundamentales.

Apoyar el crecimiento y abordar los desafíos mundiales

El Comité hace hincapié en la necesidad de que las políticas macroeconómicas en las economías avanzadas proporcionen un estímulo esencial ante el riesgo de una marcada desaceleración económica, a medida que se restablezca la confianza en el sistema financiero. Dado que los precios de las materias primas han descendido de los máximos que alcanzaron recientemente y que en muchos países se prevé una desaceleración de la actividad, las autoridades deben considerar las medidas de política más adecuadas de acuerdo con las condiciones del país. El Comité expresa satisfacción por las recientes medidas de política monetaria tomadas de manera coordinada por varios bancos centrales. En varias economías, la política fiscal ha brindado apoyo oportuno, para estimular el nivel de la actividad. Las nuevas medidas fiscales deben tener en cuenta los objetivos de consolidación a mediano plazo y, de ponerse en marcha, su prioridad debería ser la resolución de los problemas financieros. Si bien las prioridades en materia de política macroeconómica varían considerablemente entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el Comité señala que en muchas de ellas el riesgo de una desaceleración marcada debida a las tensiones en los mercados financieros y la atonía de los mercados de exportaciones está convirtiéndose en la principal preocupación. El Comité pide al FMI que esté preparado para asistir a los países miembros en la formulación de política oportunas, eficaces y adecuadas para aliviar las repercusiones negativas de la crisis financiera.

Al Comité le preocupa que los avances de los países de bajo ingreso hacia la estabilidad macroeconómica, el fomento del crecimiento y la reducción de la pobreza estén siendo menoscabados por el adverso entorno mundial. Muchos de estos países, particularmente en África subsahariana, se han visto gravemente afectados por el encarecimiento de los alimentos y los combustibles. El Comité exhorta a los países de bajo ingreso a redoblar los esfuerzos de ajuste con una mayor asistencia, sobre todo donaciones, para limitar las repercusiones en el ingreso real y la pobreza. El Comité celebra la Declaración de Principios sobre la función del FMI en los países de bajo ingreso, y considera que el FMI debe seguir cumpliendo la función que le corresponde en sus ámbitos de competencia. El Comité se muestra complacido por las reformas del Servicio para Shocks Exógenos, que permiten usarlo de manera más ágil y adecuada.

El Comité toma nota de los desafíos que representa para muchos países el encarecimiento de las materias primas, pese a que los precios de los alimentos y los combustibles han retrocedido de sus recientes niveles máximos. Recomienda que los cambios en los precios internacionales de los combustibles y los alimentos sean trasladados a los mercados internos, con el respaldo de medidas focalizadas y redes adecuadas de protección para los sectores pobres y teniendo en cuenta las circunstancias específicas de cada país.

Los avances hacia un sistema de comercio más multilateral nunca han sido tan importantes, dados los riesgos que afectan el crecimiento mundial. El Comité exhorta a los países miembros a resistir las presiones proteccionistas y reitera su firme apoyo para que las negociaciones comerciales en el marco de la Ronda de Doha lleguen a una conclusión sin demora y cumplan ampliamente sus objetivos.

El Comité hace hincapié en que sigue siendo importante evitar los desequilibrios mundiales. La estrategia multilateral para resolver los desequilibrios mundiales sigue siendo relevante, aunque las medidas a corto plazo tendrán que centrarse en estabilizar los mercados financieros.

Prioridades de supervisión del FMI

El Comité pone de relieve el papel central que tiene la supervisión del FMI a la hora de for-

mular advertencias claras de los riesgos, ayudar a los países miembros a entender la interdependencia entre sus economías y promover respuestas de política internacionalmente coherentes. El Comité toma nota de la conclusión del Examen Trienal de la Supervisión, y avala la primera Declaración de las Prioridades de Supervisión del FMI [véase Notas breves en la pág. 168]. El Comité insta a todos los miembros a colaborar entre sí y con el FMI en pos de los objetivos económicos y operativos allí establecidos.

El Comité insta al FMI a seguir perfeccionando los mecanismos de alerta anticipada de los riesgos y los factores de vulnerabilidad, mejorando los contactos en el sector financiero, los análisis de los vínculos macrofinancieros y de escenarios y completando la incorporación de las economías avanzadas en los análisis de vulnerabilidad. Estos riesgos y factores de vulnerabilidad deben comunicarse de manera concisa, decisiva y oportuna; por ejemplo, a través de *Perspectivas de la economía mundial* y *Global Financial Stability Report*. Asimismo, se debe reformular el Programa de Evaluación del Sector Financiero para que esté mejor integrado con el mandato de supervisión de la institución e incorpore enfoques regionales. El Comité aguarda con interés informes periódicos del Director Gerente sobre el avance logrado en estas prioridades de supervisión (véase la pág. 168).

Revaluación de la función crediticia del FMI

El Comité recalca que el financiamiento del FMI tiene una influencia crítica a la hora de brindar confianza a los países miembros —supeditada a las debidas salvaguardias—, ya que les ayuda a enfrentar los retos de la globalización en general y de la actual crisis financiera en particular. Subraya que el FMI está preparado para usar plenamente la flexibilidad ya incorporada en sus instrumentos de préstamo, y particularmente de los procedimientos y las disposiciones de emergencia relativas al acceso excepcional. Pero es necesario hacer más para revisar esos instrumentos, que quizá deban adaptarse a las necesidades cambiantes de los países miembros. El Comité manifiesta su satisfacción por la revaluación en curso de la función crediticia del FMI y respalda el plan de profundizar los estudios en estos cinco ámbitos: i) rever el marco analítico de los préstamos

y su coherencia, incluidos el margen de innovación y racionalización de los instrumentos de crédito y el estudio de nuevas modalidades; ii) crear un nuevo instrumento de liquidez; iii) reexaminar la condicionalidad; iv) rever los servicios de crédito a disposición de los países de bajo ingreso; y v) incrementar los límites de acceso y las condiciones de financiamiento para el uso de los recursos de la institución. El Comité insta al Directorio Ejecutivo a promover estos planes sin dilación. Recomienda enérgicamente la adopción acelerada de decisiones en aquellas áreas que gozan de firme consenso y que revisten especial urgencia, como la creación de un instrumento de liquidez, y en toda la variedad de cuestiones de aquí a la fecha de las Reuniones Anuales de 2009.

Principios de Santiago: Principios y Prácticas Generalmente Aceptados para los Fondos Soberanos de Inversión

El Comité celebra la elaboración de los Principios de Santiago, que estuvo a cargo del Grupo Internacional de Trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión (GITFSI). Los Principios son fruto de la colaboración de los fondos soberanos de inversión de las economías avanzadas, emergentes y en desarrollo interesados en crear un marco exhaustivo para promover una comprensión más clara de las operaciones que realizan. Su adopción a título voluntario pone de manifiesto el fuerte compromiso con los Principios, y su aplicación seguramente realizará más el papel estabili-

zador que desempeñan estos fondos en los mercados financieros y ayudará a mantener la libre circulación de inversiones transfronterizas. El Comité elogia la intención del Grupo Internacional de Trabajo de considerar la creación de un Grupo Permanente encargado de hacer un seguimiento de los Principios, así como la posibilidad de recopilar y divulgar datos agregados sobre las operaciones de estos fondos. Enfatiza que el continuo apoyo del FMI, de ser solicitado, deberá ser coherente con las limitaciones presupuestarias. El Comité también hace hincapié en la importancia de que los países receptores instituyan políticas claras y no discriminatorias respecto de las operaciones de los fondos soberanos de inversión. Espera con interés la conclusión de la labor de la OCDE [Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos] en este ámbito, e insta a continuar el diálogo y la coordinación entre ese organismo y los fondos soberanos.

Otras cuestiones

El Comité se declara complacido con la aprobación por la Junta de Gobernadores de la Resolución sobre las reformas de las cuotas y la representación, uno de cuyos componentes es la enmienda del Convenio Constitutivo encaminada a potenciar la voz y la participación en el FMI. Señala que es un primer paso importante hacia una realineación de las cuotas y los votos relativos de los países miembros. Se prevé que estas realineaciones tendrán como resultado aumentos en las cuotas relativas

de las economías dinámicas, y por ende en la proporción de las economías de mercados emergentes y en desarrollo en su conjunto. El Comité además espera con interés los nuevos estudios del Directorio Ejecutivo sobre los aspectos de la nueva fórmula de cálculo de las cuotas que pueden mejorarse antes de volver a aplicarse. Asimismo, manifiesta su satisfacción por la aprobación de la enmienda que amplía la autoridad de inversión del FMI como parte de su nuevo modelo de ingresos. Hace un llamamiento urgente a todos los países miembros a hacer lo necesario para agilizar las aprobaciones en sus respectivas legislaturas de modo que entren en vigencia las reformas de la cuota y la representación y el nuevo modelo de ingresos del FMI.

El Comité recomienda que los países miembros acepten la enmienda del Convenio Constitutivo que establece una asignación extraordinaria de DEG.

El Comité celebra la revaluación en curso de la gestión del gobierno del FMI. Esto incluye el seguimiento que dará el Directorio Ejecutivo a la evaluación de la OEI (Oficina de Evaluación Independiente) sobre este tema, el trabajo que llevó a cabo la comisión de notables encabezada por el Sr. Trevor Manuel y los aportes de la sociedad civil y otros grupos interesados. Subraya que las reformas del gobierno de la institución requerirán la colaboración de todos los órganos del FMI, y aguarda con interés un informe al respecto en su próxima reunión. ■

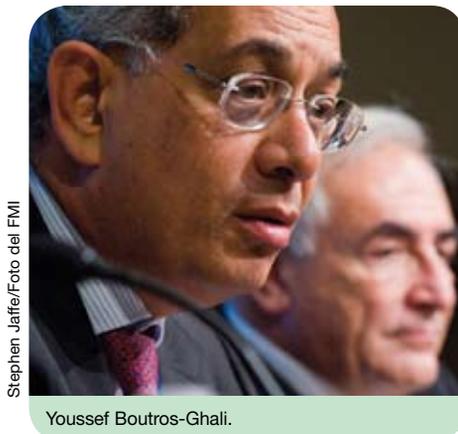
Boutros-Ghali, primer titular del CMFI procedente de una economía emergente

Youssef Boutros-Ghali, Ministro de Hacienda de Egipto, fue elegido para presidir el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI), el órgano que decide la dirección política y las prioridades generales del FMI.

Su primera actuación como presidente tuvo lugar durante las Reuniones Anuales del FMI y del Banco Mundial en la ciudad de Washington, del 10 al 13 del corriente mes; la designación tiene una duración máxima de tres años.

Boutros-Ghali es el primer titular del CMFI procedente de una economía del grupo de países de mercados emergentes y en desarrollo, y sucede a Tommaso Padoa-Schioppa, ex Ministro de Economía y Hacienda de Italia, que renunció en mayo de 2008.

“Espero que el hecho de que yo sea presidente del CMFI les permita a las economías de mercados emergentes hacerse oír mejor”, declaró Boutros-Ghali, señalando la creciente importancia de estos países en el mundo actual.



Stephen Jaffe/Foto del FMI

Youssef Boutros-Ghali.

Boutros-Ghali es miembro del gobierno egipcio desde 1993. Con anterioridad a ser nombrado Ministro de Hacienda en julio de 2004, ocupó diferentes cargos ministeriales en las áreas de cooperación internacional, asuntos económicos y comercio exterior. En su calidad de ex funcionario técnico del FMI y de negociador principal de los programas clave de reforma económica llevados a cabo por Egipto con el respaldo del FMI a fines de los años ochenta y principios de los noventa, posee conocimiento profundo y experiencia práctica de las actividades del FMI y sus relaciones con los países miembros.

Los 24 miembros del CMFI suelen ser ministros de Hacienda y presidentes de bancos centrales de los mismos países y grupos que están representados en el Directorio Ejecutivo del FMI. El Comité entró en funciones el 30 de septiembre de 1999, por resolución de la Junta de Gobernadores del FMI.

FMI: Hay que contener la crisis y reconsiderar el sistema financiero

La conmoción del sistema financiero mundial exigirá un esfuerzo integral de las autoridades nacionales para restablecer la confianza, reparar el funcionamiento de los mercados de crédito y formular políticas a largo plazo para restaurar el sistema, señaló el FMI en el Informe sobre la estabilidad financiera mundial.

Se precisa una estrategia uniforme y coherente para contener la crisis crediticia desencadenada por las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos. El proceso debe regirse por cinco principios:

- Aplicar medidas que sean integrales y oportunas, y darlas a conocer claramente.
- Fijarse como objetivo el establecimiento de políticas uniformes y coherentes.
- Asegurar una respuesta rápida en base a la detección precoz de tensiones.
- Garantizar que las intervenciones gubernamentales de emergencia sean temporales y que se protejan los intereses de los contribuyentes.
- Procurar alcanzar el objetivo a mediano plazo de crear un sistema financiero más sólido, competitivo y eficiente.

Según el informe publicado el 7 de octubre, el principal desafío a mediano plazo para las autoridades consiste en romper —y revertir— el círculo vicioso de repercusiones adversas entre el sistema financiero y la economía real, en el que la tensión de las instituciones financieras entorpece la intermediación y el crecimiento económico, y exacerba el deterioro del crédito.

Las autoridades estadounidenses han renunciado a las soluciones parciales y están trazando una estrategia integral y sistemática para ayudar a reanimar los mercados privados y facilitar la recapitalización. Entre otras cosas, el plan actual comprende un mayor apoyo de liquidez a los mercados de crédito, que están paralizados porque las instituciones no se atreven a prestarse entre sí; la compra de activos problemáticos para sanear los balances de los bancos, y la ampliación de las garantías de depósitos.

Pero aunque que estos son pasos acertados, el FMI deja entrever la posibilidad de que no basten para devolver la confianza al sistema de crédito, ya que aún no se concretan muchos detalles. La compra de activos tiene que gestionarse bien, y los objetivos deben puntualizarse para generar respaldo público.



Karen Bleier/AFP

Departamento del Tesoro de Estados Unidos: Las medidas adoptadas frente a la crisis financiera son un paso acertado, según el FMI.

Para revertir la espiral que afecta a los mercados financieros y restablecer la confianza hay que abordar simultáneamente tres cuestiones interrelacionadas: la caída del valor de los activos, los trastornos de los mercados de financiamiento y la insuficiencia de capital para apoyar el crecimiento del crédito. En particular:

- **Capital:** Los bancos mundiales necesitan unos US\$675.000 millones en capital adicional. Dada la limitada capacidad para captar nuevo capital privado, las autoridades podrían inyectar capital en las instituciones viables y proceder a la resolución ordenada de los bancos inviables.
- **Financiamiento:** Como a muchas instituciones les resulta muy difícil obtener financiamiento mayorista, cabría constituir garantías para cubrir pasivos de deuda privilegiada y subordinada por cierto tiempo. También podrían ampliarse las garantías de depósito de las cuentas personales.
- **Activos:** Los balances del sector público pueden usarse para absorber activos y

evitar las liquidaciones a precios irrisorios que pueden descapitalizar a los bancos. Los países cuyos bancos están muy expuestos a activos en dificultades podrían considerar la venta de activos al gobierno o el financiamiento mediante una administradora de activos que brinde un marco de claridad legal y rendición de cuentas.

Además de enfrentar la crisis inmediata, las autoridades tienen que empezar a pensar a largo plazo. A raíz de la crisis ha disminuido la presión para preservar las actuales prácticas empresariales y estructuras reglamentarias, y eso brinda una oportunidad para replantear la arquitectura financiera mundial. Según el FMI, el sector privado también ha de cumplir una función.

“Hay una oportunidad y una necesidad de avanzar hacia una arquitectura macroprudencial y regulatoria más integrada y uniforme, y eso conlleva una coordinación y cooperación internacional más estrecha y eficaz entre supervisores, reguladores y bancos centrales”, señala el informe.

Para mejorar la estructura financiera mundial, el FMI recomienda lo siguiente:

- Las autoridades tienen que garantizar que las empresas determinen el riesgo con una saludable perspectiva a largo plazo y armonicen las normas de divulgación del riesgo entre empresas y países.
- Los bancos y las empresas de valores deben mejorar la gestión de la liquidez, y los bancos centrales tienen que adoptar mecanismos de apoyo que puedan activarse en forma rápida y flexible si surgen presiones sistémicas.
- Los bancos con fuerte presencia en otros países deben reevaluar sus planes de préstamos internacionales, y las autoridades tienen que cooperar y elaborar planes internacionales de contingencias, cerciorándose de que las leyes internas no interfieran con la cooperación internacional.

Las instituciones financieras siguen acumulando pérdidas, y la viabilidad de algunas de ellas es incierta si no reciben inyecciones de capital adecuadas. Se estima que las

pérdidas por préstamos y valores en Estados Unidos pueden ascender a US\$1,4 billones, es decir, muy por encima de los US\$945.000 millones estimados en abril de 2008.

A finales de septiembre de 2008 las pérdidas efectivas eran de US\$560.000 millones, pero los precios de las acciones han seguido desplomándose y las perspectivas de ingresos se han estancado. Las dificultades para captar capital están complicando el saneamiento de los balances de los bancos.

El riesgo más grave será una agudización del círculo vicioso de repercusiones adversas entre el sistema financiero y la economía real. El informe —basado en *Perspectivas de la economía mundial* del FMI— prevé que en Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido el crecimiento descenderá casi a cero en el próximo año y repuntará en 2010.

El desapalancamiento es necesario e inevitable, pero no tiene que ser desordenado. En las condiciones actuales, las ventas de activos y la menor renovación de depósitos han complicado el proceso porque los precios de numerosos valores con respaldo hipotecario están deprimidos y hay pocos compradores. Los intentos del mercado privado por apuntalar estos valores han sido infructuosos.

El gobierno de Estados Unidos aprobó hace poco un plan de US\$700.000 para que el Tesoro comprase, con ciertas restricciones, activos estadounidenses en dificultades, a fin de limitar las ventas a precios irriso-

rios y establecer precios realistas. Pero con la actual incertidumbre es difícil determinar los flujos de fondos que generarán estos activos.

El apoyo a los precios de los activos es solo uno de tres aspectos de la solución. Las instituciones financieras tienen que captar más capital, pero no pueden hacerlo en las condiciones actuales. Algunos inversionistas mostraron interés antes, pero ahora se resisten. Los modelos de negocios y flujos de ingresos actuales son más inciertos porque la titulización prácticamente se ha detenido, y eso hace más arriesgadas las inversiones de capital privado en los bancos.

Como no puede obtenerse capital nuevo en los mercados privados, es hora de pensar en la recapitalización a través de los balances del sector público, ya que las inquietudes de solvencia han paralizado el financiamiento interbancario. Por último, los gobiernos están tomando medidas para proporcionar la liquidez que tanto necesitan el sector financiero y sus clientes.

Ya no se piensa, como hasta hace poco, que los mercados emergentes resistirán bien las repercusiones de los mercados maduros. Las salidas de capital se han intensificado, dando lugar a una mayor restricción de la liquidez internacional y en ciertos casos hasta nacional. Los problemas son más graves en las economías cuya banca y empresas apalancadas dependen del financiamiento externo.

El “desacoplamiento” —o la idea de que los mercados emergentes dependen menos de las economías maduras— se ha borrado del vocabulario de los economistas, pero hay quienes abrigan la esperanza de que esta vez los mercados emergentes no sucumbirán.

Las economías emergentes en general tienen saldos fiscales más altos, menos deuda soberana, más reservas de divisas, mejores marcos de política y economías más saludables. Muchas de las mejoras se deben al reciente boom de las materias primas. Pero aún así, los vínculos con los mercados mundiales y otras economías han seguido aumentando y han empezado a minar los mejores fundamentos internos.

Además, hay otras economías emergentes que siguen siendo vulnerables. Los países que enfrentan los mayores riesgos son los que dependen de mejoras en los términos de intercambio o del crédito externo.

En Europa, las economías emergentes recurrieron al crédito otorgado por bancos o inversionistas extranjeros mediante la emisión de bonos de bancos locales en el extranjero. Esa fuente se ha agotado, y aun cuando las matrices mantengan su compromiso con las filiales, será casi inevitable que restrinjan el crédito local y extranjero si el financiamiento en el país sede se complica. ■

Peter Dattels y Laura Kodres
FMI, Departamento de Mercados
Monetarios y de Capital

La contabilización según el valor razonable cobra interés en medio de la turbulencia

El FMI se pronunció sobre un tema complejo y polémico: la valoración contable de los activos y pasivos de las instituciones financieras.

No es común que un principio contable recóndito sea tema de debate público, pero la influencia de la contabilización según el valor razonable (conocida internacionalmente como *fair value accounting*) en la turbulencia financiera que comenzó el año pasado es hoy cuestión de gran interés. Algunos críticos sostienen que empeoró los problemas, intensificando la volatilidad, amplificando los efectos del ciclo económico en el patrimonio neto de las instituciones financieras y agudizando la incertidumbre sobre la exactitud con que se pueden valorar algunos activos ilíquidos.

Pero en la edición de este mes del informe *Global Financial Stability Report*, el FMI determinó que esta metodología, pensada para valorar los activos y pasivos a precios que reflejan las condiciones del mercado, produce la evaluación más exacta en la mayoría de las circunstancias.

El FMI reconoció que la contabilización según el valor razonable puede exacerbar la prociclicidad de los balances de los bancos, y propuso algunas maneras

de suavizar el impacto. Pero en ciertas aplicaciones también podría reducir la prociclicidad. Teniendo en cuenta todos estos factores, el FMI piensa que, con algunas mejoras, es el marco contable preferido para las instituciones financieras.

Según el FMI, la contabilización según el valor razonable es más transparente que las demás alternativas, y las instituciones financieras y los reguladores podrían tomar medidas para reducir la prociclicidad. Parte del problema no tiene que ver con la metodología en sí, sino con el uso que le dan las instituciones financieras al tomar decisiones y controlar el riesgo.

El FMI sugirió que las instituciones financieras tomaran las siguientes medidas:

- Añadir selectivamente información sobre cómo valoran los activos y pasivos.
- Con el respaldo de los reguladores, afianzar las reservas de capital y la constitución de provisiones para amortiguar el impacto de las fluctuaciones del ciclo económico en los balances. Publicar informes contables más cortos y focalizados con más frecuencia, según los destinatarios de la información.
- Publicar informes contables más cortos y focalizados con más frecuencia, según los destinatarios de la información.

El duro impacto del estrés financiero en la economía real

Los episodios de turbulencia financiera caracterizados por tensiones en la banca comercial y de inversión tienen más probabilidades de estar vinculados a desaceleraciones económicas graves y dilatadas, según un nuevo estudio del FMI.

El capítulo de la edición de este mes de *Perspectivas de la economía mundial* titulado “Tensiones financieras y desaceleraciones económicas” muestra que, cuando el estrés recae en el núcleo de intermediarios financieros, la economía suele terminar resintiéndose más. Y si la tensión ocurre en el sector bancario, la desaceleración o recesión que le sigue suele producir el doble o el triple de pérdidas acumulativas del producto y durar entre dos y cuatro veces más.

El capítulo está basado en un índice de 113 episodios de tensión financiera en mercados bancarios, bursátiles y cambiarios de 17 economías avanzadas durante los 30 últimos años; la mitad estuvo relacionada con el sector bancario y el resto estuvo concentrado en los otros dos. Medida con este parámetro, la turbulencia financiera actual es una de las más intensas acaecidas en Estados Unidos y una de las más generalizadas, ya que afecta a casi todo los países de la muestra.

El análisis muestra que no todos los episodios de estrés financiero van seguidos de una desaceleración o una recesión y que las condiciones iniciales son cruciales. La magnitud del aumento de los precios de la vivienda y del crédito agregado antes del episodio está vinculada a la probabilidad de que la desaceleración sea más profunda. Además, si bien un mayor nivel de endeudamiento empresarial también está vinculado a una desaceleración ulterior más fuerte, la magnitud de los desequilibrios financieros del sector de los hogares es crucial para determinar si la desaceleración se convertirá en una recesión.

La innovación financiera y la transición hacia sistemas financieros más impersonales —en los cuales un porcentaje mayor de la intermediación se canaliza a través de los



Michael Nagle/Getty Images

En Estados Unidos, el consumo de los hogares puede tener efectos inusitadamente profundos en esta desaceleración.

mercados de valores, en lugar de mediar una relación bancaria tradicional— no incrementan la probabilidad de que se produzca tensión financiera con vínculos bancarios; pero la actividad suele ser más débil durante una recesión si estuvo precedida por una crisis bancaria en un sistema más impersonal.

Una explicación posible es la prociclicidad del apalancamiento. Aunque sería lógico pensar que el doble motor de la intermediación financiera —el bancario y el bursátil— ofrece canales alternativos de financiamiento, el apalancamiento tiende a ser más procíclico incluso en el sector bancario en un sistema financiero más impersonal.

Por lo tanto, cuando ocurre una perturbación, el desapalancamiento de la banca es más abrupto y puede producir efectos más negativos en el volumen de crédito disponible para el resto de la economía.

El capítulo contextualiza históricamente la crisis actual, comparándola con seis episodios bien conocidos de estrés financiero en economías avanzadas: Estados Unidos, Finlandia, Noruega, el Reino Unido y Suecia a comienzos de los años noventa y Japón a lo largo de toda la década.

La comparación confirma que el rápido aumento del crédito y de los precios de la vivienda, así como el uso más generalizado del crédito por parte de las empresas y los hogares, estuvieron relacionados con una desaceleración económica más profunda tras la crisis bancaria.

Los ajustes y los desequilibrios de las condiciones originales de este episodio parecen similares en varios aspectos a episodios anteriores seguidos de una recesión. En Estados Unidos, el desapalancamiento de los hogares está ocurriendo incluso con más celeridad que en una recesión típica; el de las empresas parece algo más lento y, fundamentalmente, parte de una base más firme.

En términos más generales, en el sector empresarial los balances y el uso de financiamiento externo eran más sólidos cuando comenzó la crisis, y por ende podrían resistirla mejor. Pero el monumental tamaño del mercado hipotecario estadounidense —que es el epicentro de esta crisis— y la importancia de la inversión residencial hacen pensar que el ahorro y el consumo de los hogares pueden tener una influencia inusitadamente profunda en esta desaceleración.

Un factor alentador es que en Estados Unidos hubo sentido de la previsión, como lo demuestran los fuertes recortes de la tasa de interés de referencia y las medidas de fortalecimiento de la liquidez de la banca comercial y de inversión, así como las iniciativas en curso para respaldar directamente el mercado hipotecario.

En la zona del euro, el ajuste de los precios de la vivienda y del crédito hasta el momento no es tan marcado como en Estados Unidos, pero parece estar intensificándose. Las empresas también parten de una base más firme en términos del uso de fondos externos.

Los hogares de la zona del euro están en una situación considerablemente más fuerte, una característica distintiva de los episodios de estrés financiero que no están seguidos de una recesión. Pero, aunque esa caracterización es válida para la zona en su conjunto, existen importantes diferencias entre países. ■

Subir Lall

FMI, Departamento de Estudios

¿Qué pasará ahora con Fannie y Freddie?

En uso de las facultades que le acaba de conferir el Congreso, el 7 de septiembre el Secretario del Tesoro de Estados Unidos adquirió títulos emitidos por las dos mayores empresas hipotecarias semipúblicas: la Asociación Nacional Hipotecaria Federal (Fannie Mae) y la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios para Viviendas (Freddie Mac).

Un nuevo ente regulador —la Agencia Federal de Financiamiento de la Vivienda (FHFA)— puso a ambas entidades bajo un régimen de administración regulatoria y reemplazó a los actuales administradores. Pero esta medida abre varios interrogantes.

¿Qué son estas empresas semipúblicas?

Las dos entidades fueron creadas para dar liquidez al mercado de hipotecas residenciales y así reducir las tasas hipotecarias y promover la adquisición de viviendas. Fueron instituidas por el gobierno federal a fines de los años sesenta como empresas que operarían en el sector privado.

Estas empresas compran hipotecas que cumplen criterios estandarizados, las estructuran como valores con respaldo hipotecario (VRH) reforzados con avales crediticios y luego las venden en el mercado.

Además, adquieren títulos vinculados a hipotecas, préstamos y otros tipos de activos, para sus carteras de inversión, compras que financian emitiendo títulos de deuda a un bajo rendimiento, dada la presunción de que el Tesoro no las dejaría caer en cesación de pagos.

¿Qué desencadenó la crisis de estas entidades?

Estos “vehículos de objeto especial” del Gobierno de Estados Unidos, mantenidos fuera del balance, eran de hecho una combinación muy apalancada de aseguradoras de bonos hipotecarios y fondos de inversión. Los bajos costos de financiamiento que genera el aval implícito de los contribuyentes les servía de incentivo para ampliar sus propias carteras de títulos respaldados por hipotecas, en



Karen Bleier/AFP

Fannie Mae y Freddie Mac fueron creadas para infundir liquidez al mercado de las hipotecas residenciales.

beneficio de sus accionistas y administradores. También estaban sujetas a menores requisitos de capitalización que las entidades comparables del sector privado.

Hasta qué punto los deudores hipotecarios se beneficiaron con este mecanismo es un tema discutible. La Reserva Federal estima que, en promedio, las tasas hipotecarias a 30 años eran alrededor de 0,07 puntos porcentuales más bajas, por lo que gran parte de ese subsidio implícito solventado por los contribuyentes beneficiaba a los tenedores de acciones y bonos, y a los administradores.

Las dos entidades ya habían sufrido problemas de cobertura de las tasas de interés en los años noventa y escándalos contables a principios de la década siguiente.

Las empresas lograron evitar ese desenlace, argumentando que sus actividades promovían la propiedad de la vivienda y ejerciendo intensas presiones. De todos modos, el regulador anterior elevó los requisitos de capital y congeló el incremento de sus activos.

Sus problemas más recientes surgieron a raíz de la debilidad del mercado de la vivienda de Estados Unidos, lo que les provocó crecientes pérdidas por su exposición a hipotecas de riesgo alto e intermedio, y las obligó a elevar la provisión de sus carteras hipotecarias y sus garantías al aumentar la morosidad

y las ejecuciones de las hipotecas normales y de mayor calidad.

Simultáneamente, el Congreso encomendó a estas entidades la función de respaldar el declinante mercado inmobiliario al incrementar el monto máximo de crédito que se les permitiría garantizar, mientras que el regulador flexibilizó las restricciones sobre sus carteras de títulos con respaldo hipotecario. Para afrontar esas pérdidas y las nuevas líneas de negocios, las empresas tuvieron que aumentar las comisiones pagadas a los prestamistas, endurecer las normas y buscar más capital en el mercado.

Al principio pudieron captar capital, pero las pérdidas continuaron, el mercado de la vivienda se deterioró y sus acciones perdieron valor.

¿Por qué actuó el Tesoro?

Las autoridades intervinieron por tres razones. Primero, Fannie Mae y Freddie Mac —junto con Ginnie Mae, que tituliza préstamos otorgados por la Administración Federal de la Vivienda (FHA)— son actualmente los únicos emisores de valores con respaldo hipotecario, y en el primer semestre de 2008 representaban en conjunto un 95% del mercado.

Los bancos y otros prestamistas incrementaron su cartera de hipotecas en solo US\$17.500 millones en el primer semestre de 2008, menos del 2% del crédito hipotecario total. Si las entidades semipúblicas hubieran dejado de operar, la oferta de hipotecas habría dependido exclusivamente de la FHA.

Segundo, al subir el rendimiento de los títulos con respaldo hipotecario y las comisiones de estas entidades, las tasas y costos de las hipotecas iban en aumento. Para estimular el mercado de la vivienda, el Tesoro acordó entonces no solo garantizar el capital de las entidades, sino también adquirir directamente nuevos títulos. Tras esa intervención, las tasas a 30 años cayeron aproximadamente 50 puntos básicos (0,5%) y los futuros de precios de la vivienda subieron entre 1,5% y 1,75%. Asimismo, se están reduciendo las comisiones a fin de bajar los costos para los prestatarios.

Tercero, el Tesoro intervino para promover la confianza en los valores con respaldo hipotecario y la deuda de las entidades. Las tenencias de títulos emitidos por estas en poder de los bancos de Estados Unidos ascienden a alrededor de US\$1,1 billones, mientras que los tenedores extranjeros, entre ellos bancos centrales, poseen otros US\$1,1 billones. Otra caída del valor de esos títulos habría erosionado aún más el capital de los bancos comerciales de Estados Unidos, mientras que una posible cesación de pagos de los títulos de deuda preferente habría sido interpretada por los inversionistas oficiales extranjeros como un quiebre implícito de la confianza, con consecuencias potencialmente graves para el valor del dólar y la capacidad del país de atraer flujos de capital.

El Tesoro y la FHFA resolvieron inyectar capital suficiente en acciones preferidas de rango superior para garantizar la solvencia de las entidades, colocándolas al mismo tiempo bajo un régimen de intervención cautelara. Se evitaba así dar un aval explícito del Tesoro a la deuda actual de las empresas y se otorgaba a la FHFA el control sobre sus principales decisiones financieras. De haberse aplicado un régimen de intervención con fines de liquidación, el resultado habría sido la disolución lisa y llana de las entidades, y la aceleración de diversas cláusulas de los contratos de deuda. En cambio, las autoridades asumieron el control y se diluyó fuertemente el capital de los tenedores de acciones preferidas y ordinarias sin que las entidades incurrieran en insolvencia.

¿Cuánto costarán estas medidas?

En julio, la Oficina del Presupuesto del Congreso estimó un costo, ponderado según la probabilidad, de US\$25.000 millones, que variaba entre cero y más de US\$100.000 millones. Para los observadores externos más pesimistas, el costo posible oscilaría entre US\$200.000 millones y US\$300.000 millones. El acuerdo del Tesoro prevé una inyección de hasta US\$100.000 millones en acciones preferidas de rango superior en cada una de las dos entidades, suma que sería muy superior a las probables pérdidas, por entenderse que las actividades actuales son rentables. El FMI estima que al presente las entidades sufrirán pérdidas crediticias de entre US\$95.000 millones y US\$125.000 millones (incluidos

unos US\$18.000 millones ya suministrados). Capitalizarlas por un monto mayor hasta alcanzar los estándares del sector privado, quizá requeriría inyectar otros US\$80.000 millones a US\$100.000 millones, que en gran medida se recuperarían en una venta futura al sector privado. El costo para el erario público se reduciría en la medida en que las entidades retengan utilidades generadas por los altos márgenes de sus actuales operaciones.

El tratamiento contable de la deuda y del presupuesto de estas empresas en el balance del gobierno federal está todavía en discusión. Según las normas internacionales de contabilidad gubernamental, están ahora “controladas” por el gobierno y por lo tanto pasan a ser “empresas de propiedad estatal”. Los pasivos y activos brutos (rubros que ascienden a unos US\$5 billones cada uno) se contabilizarán ahora en el balance del gobierno general.

¿Qué rumbo seguirán estas entidades hipotecarias?

Las autoridades de Estados Unidos optaron por no recurrir a un régimen de intervención de las entidades con fines de liquidación. No obstante, el Tesoro introdujo en el convenio dos “cláusulas defensivas”.

Primero, las dos entidades acordaron reducir los activos de su cartera un 10% por año a partir de 2010, con lo que disminuye el riesgo de inversión. Segundo, el Tesoro podrá cobrar una comisión de mercado por la garantía de capital que aportan los contribuyentes, lo que eliminaría el subsidio implícito que aquellas reciben. Casi con seguridad, el próximo gobierno deberá resolver qué futuro tendrán estas entidades una vez que el mercado de la vivienda se haya estabilizado. ¿Cuáles son las alternativas?

1) **Estatización total.** Las entidades podrían pasar a ser íntegramente de propiedad estatal, extinguiéndose los derechos de los accionistas privados. Al igual que la FHFA y Ginnie Mae, tomarían entonces préstamos en los mercados con el claro aval del Estado, aunque a rendimientos mayores que los de los instrumentos del Tesoro. El contribuyente estaría otorgando un seguro de hipotecas y de bonos y subsidiando así la compra de viviendas. Los bancos o los emisores de valores del sector privado no podrían competir en esa operación y queda-

rían confinados a otorgar créditos más riesgosos o más complejos.

2) **Versión reformada del viejo modelo.** Las entidades podrían ser recapitalizadas gradualmente con utilidades retenidas, y su aplicación al pago y cancelación de las acciones preferidas de rango superior en poder del Tesoro. Recuperarían su anterior condición de empresas del “sector privado”, pero sometidas a normas regulatorias comparables a las vigentes para sus homólogas del sector privado.

3) **División y privatización efectiva.** Si para fomentar la liquidez fuera necesario seguir contando con un mecanismo de garantía y estandarización de hipotecas y títulos con respaldo hipotecario, se podría reformar las entidades transformándolas en puras compañías aseguradoras de ese tipo de valores, y se les retiraría su personalidad jurídica federal, se las fraccionaría en múltiples instituciones para garantizar la competencia y se privatizarían. No obstante, tales medidas entrañarían una reforma fundamental de la regulación de los seguros de Estados Unidos.

4) **Liquidación natural por extinción de activos.** Una vez estabilizado el mercado de la vivienda, las entidades podrían ser liquidadas gradualmente, al ir venciendo sus carteras de inversión, y se reduciría en forma gradual la emisión de títulos con respaldo hipotecario para permitir su reemplazo por alternativas del sector privado. Toda función residual de política pública podría ser transferida expresamente a la FHA.

La necesidad de clarificar la condición y función de estas entidades y de asignar objetivos públicos y privados hace desaconsejable la opción 2. El peligro de estatizarlas por completo es que se conviertan en otro medio de otorgar subsidios encubiertos a grupos políticos de interés y que los contribuyentes deban asumir un riesgo financiero concentrado durante una caída del sector de la vivienda. En ese marco, la calificación AAA asignada al Gobierno de Estados Unidos podría ser legítimamente cuestionada. Por lo tanto, las opciones 3 ó 4 resultan ser las mejores alternativas, aunque la transición sería compleja. La estandarización de la estructura de los VRH podría lograrse mediante una coordinación con el sector privado. ■

Paul Mills

FMI, Departamento de Mercados
Monetarios y de Capital

Una perspectiva multilateral en el análisis cambiario

Fiel a su misión central de promover la estabilidad económica internacional, el FMI supervisa no solo la economía mundial y las políticas económicas y financieras de los 185 países miembros, sino también otro elemento fundamental: sus regímenes cambiarios.

En una entrevista con Archana Kumar, dos expertos de la institución —Jonathan Ostry (Subdirector en el Departamento de Estudios) y Gian Maria Milesi-Ferretti (Jefe de la División de Asuntos Cambiarios del Departamento de Estudios)— explican qué beneficios aporta la supervisión cambiaria y cómo aborda el FMI su labor en este ámbito.

Boletín del FMI: ¿Qué trabajo hace exactamente el FMI en relación con los tipos de cambio?

Ostry: El Convenio Constitutivo del FMI dispone que una de las obligaciones centrales de la organización y sus miembros es “establecer regímenes de cambios ordenados y promover un sistema estable de tipos de cambio”. En otras palabras, un sistema que facilite el intercambio de bienes, servicios y capital entre los países; que sustente un crecimiento económico sólido con una estabilidad razonable de precios; y que fomente la estabilidad económica y financiera. Por lo tanto, la supervisión cambiaria siempre fue un elemento central del diálogo entre los países miembros y el FMI. Obviamente, el mundo es muy distinto hoy —basta con pensar en el colapso del sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods— y el FMI ha incorporado los ajustes necesarios a su marco de análisis de los tipos de cambio.

Además, como miembro del Grupo Consultivo sobre Tipos de Cambio (GCTC), el FMI analiza si un tipo de cambio está sobrevalorado, subvalorado, o más o menos en consonancia con los fundamentos de una economía. Ese tipo de evaluación es un componente importante



Jonathan Ostry: El objetivo de la supervisión es advertir si hay problemas incipientes.

Stephen Jaffe/Foto del FMI

de nuestro trabajo en este campo desde mediados de la década pasada.

Boletín del FMI: ¿En qué radica la importancia de la supervisión?

Ostry: El objetivo de la supervisión es producir información que nos permita sostener un diálogo sensato con las autoridades nacionales sobre sus políticas. Nuestro objetivo es advertir si hay un problema incipiente para evitar un desenlace peor. Le pongo un ejemplo. Cuando se producen desviaciones respecto del tipo de cambio de equilibrio a mediano plazo, puede haber varios factores en juego: estas pueden ser resultado de políticas distorsivas o insostenibles que desvirtúan los incentivos para el sector privado; pueden ser precursoras del restablecimiento del equilibrio —por ejemplo, en el caso de una depreciación fuerte— con consecuencias internas o externas desfavorables; o pueden formar parte de un proceso de ajuste que los mercados ya comprendieron e internalizaron, y entonces resultar inocuas. A la supervisión cambiaria le corresponde averiguar cuál de estas alternativas es la más probable a través de un proceso de análisis y diálogo.

Boletín del FMI: El enfoque y la labor del FMI en este campo, ¿han cambiado con la globalización?

Milesi-Ferretti: Sin duda. El papel de los tipos de cambio ha cobrado importancia con la globalización. En los 15 últimos años, el comercio internacional y la integración financiera han avanzado con gran rapidez. Las economías están mucho más vinculadas, y lo que ocurre en una trasciende sus fronteras y tiene repercusiones más amplias. La fluctuación de los tipos de cambio —que son el precio relativo de los bienes y los activos financieros de un país en comparación con otro— claramente es el principal canal de transmisión de los shocks entre distintas economías. Los países de mercados emergentes, que hoy contribuyen mucho más al PIB mundial, son uno de los motores centrales de este proceso. Por eso fue indispensable adaptar el enfoque “mundial” del FMI, para cerciorarse de que los tipos de cambio estén de acuerdo con los parámetros fundamentales a mediano plazo.

Boletín del FMI: ¿En qué les reditúa a los países miembros esta nueva manera de analizar y evaluar los tipos de cambio?

Ostry: La interacción con los miembros del Directorio Ejecutivo y con las autoridades es muy fructífera. Ahora sabemos que los marcos elaborados por el GCTC pueden ser de utilidad, pero que hay que complementarlos con análisis hechos a la medida de cada país. Es importante tenerlo en cuenta porque el GCTC no puede abarcar todos y cada uno de los factores que influyen en el tipo de cambio de un país. Así que el trabajo del GCTC no agota todas las posibilidades.

En cuanto a nuestras prioridades, creamos una herramienta de autoevaluación para determinar hasta qué punto los análisis del GCTC ayudan a predecir en qué dirección se moverán los tipos de cambio reales. Los primeros resultados son alentadores y los análisis del GCTC parecen predecir los movimientos a mediano plazo. También estamos elaborando metodologías para evaluar los tipos de cambio y los

saldos externos de los exportadores de recursos naturales agotables, que hasta ahora están excluidos del GCTC. Es una cuestión especialmente relevante, teniendo en cuenta la escalada de precios de las materias primas.

Boletín del FMI: En su opinión, ¿cuál es la ventaja comparativa del FMI en el ámbito cambiario?

Milesi-Ferretti: Personalmente, creo que son dos. Primero, cuando estudia el nivel del tipo de cambio y el régimen cambiario de un país determinado, el FMI puede aprovechar no solo sus conocimientos de ese país, sino también toda una experiencia multinacional que puede realzar muchísimo el asesoramiento nacional concreto.

Segundo, nuestro análisis de los tipos de cambio tiene una perspectiva multilateral, que abarca no solamente la dimensión cambiaria del país en cuestión, sino también el universo de tipos de cambio de la economía mundial. Esa perspectiva multilateral es fundamental para el cometido de “establecer regímenes de cambios ordenados y promover un sistema estable de tipos de cambio” del que hablaba Jonathan. Pero también es esencial hacer una evaluación bien fundamentada del nivel del tipo de cambio de cada país y de su estabilidad externa, porque eso nos obliga a tener en cuenta la influencia que tienen en la economía mundial la situación del país y sus políticas, y a su vez las repercusiones en el país de lo que ocurre más allá de la frontera. La perspectiva multilateral es también un elemento adicional que aporta el GCTC, como complemento de un análisis puramente nacional.

Boletín del FMI: ¿Cómo se hace para determinar que una moneda está “significativamente” desalineada?

Ostry: Hay que tener en cuenta no solo las estimaciones del GCTC y otras metodologías adaptadas a las circunstancias del país, sino una evaluación más general que busca determinar si el nivel del tipo de cambio y las políticas que lo acompañan pueden poner en peligro la estabilidad externa. En pocas palabras, la inestabilidad externa representa el riesgo de movimientos repentinos y perturbadores de las corrientes de



Milesi-Ferretti: El análisis de los tipos de cambio que hace el FMI tiene una perspectiva multilateral.

Eugene Salazar/Foto del FMI

capital o de los tipos de cambio. Esas fluctuaciones pueden tener consecuencias macroeconómicas negativas para el país o para sus socios comerciales.

Boletín del FMI: El mundo vive momentos de tensión económica y financiera grave desde hace más de un año. En términos generales, ¿cómo afecta la crisis financiera a los movimientos de los tipos de cambio?

Milesi-Ferretti: Al principio la crisis sacudió la confianza en títulos respaldados por hipotecas estadounidenses de alto riesgo, que estaban en manos tanto de bancos estadounidenses como de inversionistas extranjeros. La Reserva Federal respondió con rapidez, recortando las tasas de interés a corto plazo. Pero, como los activos estadounidenses no riesgosos ya no redituaban tanto y bajó mucho la demanda de títulos respaldados por activos, el dólar de EE.UU. perdió atractivo entre los inversionistas extranjeros y cayó a mínimos no vistos en años.

La crisis también obligó a reevaluar el riesgo financiero, debilitando las monedas de los países con fuertes déficits en cuenta corriente y altas tasas de interés. También forzó a deshacer las operaciones de arbitraje mediante las cuales los inversionistas tomaban préstamos en una moneda que pagaba intereses bajos, como el yen, para comprar otra que pagaba intereses altos, como el dólar neozelandés.

En las últimas semanas, los indicios de desaceleración se han manifestado en otras economías, como la zona del euro y sobre todo el Reino Unido, donde los precios de la vivienda sufrieron caídas muy pronun-

ciadas. La revaluación del ambiente macroeconómico mundial y la evolución de las expectativas sobre la trayectoria futura de las tasas de interés han empujado la libra esterlina a una baja fuerte y han fortalecido el dólar frente al euro.

Boletín del FMI: La crisis financiera también puso de manifiesto de manera bastante descarnada los efectos que pueden tener las políticas económicas de un país en muchos otros. Los análisis cambiarios del FMI, ¿tienen en cuenta esta dimensión multinacional?

Ostry: Sí. Primero, el FMI se centra en los tipos de cambio reales efectivos o “multilaterales”, es decir, los indicadores que tienen en cuenta no solo el tipo de cambio y la inflación relativa respecto de un solo país (por ejemplo, el cambio entre el euro y el dólar), sino también respecto de todos los principales socios comerciales. Igualmente, el análisis de los tipos de cambio reales de equilibrio gira en torno a los efectos de las variaciones de los fundamentos económicos —factores como el aumento de la productividad o las tendencias demográficas— no solo en un determinado país, sino también en relación con el resto del mundo.

Segundo, los análisis cambiarios del FMI exigen una “coherencia multilateral”. En otras palabras, si consideramos que una o más monedas están “subvaloradas”, eso significa que otras deben estar “sobrevaloradas”. Entre unas y otras tiene que haber un equilibrio global. En este caso también es indispensable tener una perspectiva multinacional coherente.

Tercero, como reflexión más general, el análisis de los tipos de cambio forma parte de la supervisión multilateral. Al evaluar los sucesos ocurridos en un país, sobre todo si tiene importancia sistémica, el impacto en la economía mundial pasa a primer plano. Un ejemplo de la aplicación práctica de esa supervisión fue la Consulta Multilateral sobre los desequilibrios mundiales en la que participaron Arabia Saudita, China, Estados Unidos, Japón y la zona del euro. La consulta promovió políticas que atendían a los intereses de cada país pero también contribuían a sustentar el crecimiento y corregir los desequilibrios de la economía mundial. ■

El FMI creará cuatro nuevos centros regionales de asistencia técnica

A fin de intensificar su enfoque regional de asistencia a los países miembros, el FMI tiene previsto crear cuatro nuevos centros regionales de asistencia técnica. Los nuevos centros —uno en América Central, otro en Asia central y dos en África— son la respuesta a la demanda de los países y a la experiencia positiva acumulada hasta la fecha con la provisión de asistencia regional. Los centros africanos complementarán los tres centros actuales, establecidos en Tanzania, Malí y Gabón.

Estos centros tienen por objetivo conjugar el asesoramiento estratégico que ofrece el FMI en su sede de Washington con la provisión de asistencia sobre el terreno, a fin de fortalecer las capacidades de los países miembros. Los países beneficiarios de cada región son los siguientes:

- **América Central:** Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

- **Asia central:** Azerbaiyán, Kazajistán, Mongolia, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán, Uzbekistán y, posiblemente, Pakistán.

- **África:** Un segundo centro regional en África occidental y otro en África meridional. Aunque aún no se ha decidido cuáles serán los países a los que darán cobertura, el segundo centro en África occidental podría incluir Cabo Verde, Gambia, Ghana, Liberia, Nigeria y Sierra Leona, en tanto que el centro en África meridional incluiría Angola, Botswana, Comoras, Lesotho, Madagascar, Mauricio, Mozambique, Namibia, Seychelles, Sudáfrica, Swazilandia, Zambia y Zimbabwe.

Al igual que los actuales centros regionales, los nuevos centros colaborarán con la sede del FMI para diseñar y llevar a la práctica programas integrales de asistencia técnica y capacitación de carácter regional. Asimismo, respaldarán los esfuerzos de integración económica a nivel regional, que serán potenciados por la asistencia del FMI para promover la armonización y coordinación de la política económica de los países.



Jerome Delay/AFP/Getty Images

Escuela en Maputo, Mozambique, uno de los países que se beneficiaría del Centro Regional de Asistencia Técnica de África Meridional que ha propuesto el FMI.

Una década de experiencia

En los últimos diez años, los centros regionales han ido evolucionando hasta ejercer una función central en la asistencia técnica que presta el FMI.

Cada centro regional presta asistencia a un pequeño grupo de países y ofrece a los asesores residentes en estos países una base regional para desempeñar su labor en los ámbitos básicos de la asistencia que brinda el FMI. Gracias a su proximidad física con los países a los que prestan asistencia, con frecuencia los centros regionales pueden abordar mejor que la sede del FMI las cuestiones que se plantean a diario en la implementación de las reformas. Estos centros complementan la labor de la sede y han demostrado su utilidad para mejorar la asistencia del FMI, entre otras, por las siguientes razones:

- Los asesores residentes conocen mejor las necesidades y las circunstancias de los países porque trabajan sobre el terreno y pueden realizar un seguimiento más detenido y continuo de la asistencia prestada.

- Todos los centros regionales están dirigidos por comités permanentes integrados por representantes de los donantes, los países beneficiarios y otros organismos internacionales, lo que ayuda a promover la coordinación de la asistencia y la identificación de los países con las reformas, en consonancia con los objetivos de la Declaración de París sobre la Eficacia de la Ayuda.

- Estos centros ofrecen grandes posibilidades para lograr economías de escala. Los países vecinos suelen tener estructuras económicas y necesidades de asistencia similares, y un enfoque regional permite ofrecer más asistencia a menor costo. Otra ventaja es que los centros regionales pueden promover el intercambio de experiencias de reforma entre los países, permitiendo que se adopten prácticas óptimas probadas y se reduzcan los riesgos al mínimo.

Integración estratégica y sinergias

La posibilidad de aprovechar las similitudes regionales ha sido un factor clave para la creación de nuevos centros regionales.

En el caso del centro de asistencia técnica de América Central, por ejemplo, los países beneficiarios han acelerado considerablemente su integración en los últimos años, estableciendo y fortaleciendo órganos regionales clave para orientar el proceso; entre otros, el Consejo Monetario Centroamericano, el Consejo de Secretarios de Hacienda y Ministros de Finanzas, y el Consejo de Superintendentes del Sector Financiero.

La entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio entre la República Dominicana, Centroamérica y los Estados Unidos y los planes para completar la creación de una unión aduanera centroamericana también son hitos en este sentido. Para apoyar estas iniciativas, el FMI, desde su sede, ha incrementado la asistencia a los países centroamericanos en los últimos años. La creación de un centro regional resultaría fundamental para llevar estos esfuerzos adelante.

Necesidades de asistencia similares

La creación de los centros regionales propuestos para Asia central y África meridional obedece a factores regionales similares.

En gran parte, la cobertura de países en Asia central se ajustará al Programa de Cooperación Económica Regional de Asia Central, en tanto que los del centro regional de África meridional corresponderán,

en términos generales, a los de la Comunidad del Desarrollo de África Meridional. Los países con que trabajaría el segundo centro en África occidental tienen necesidades de asistencia muy similares y se beneficiarán del intercambio, a través del centro, de soluciones e ideas de reforma.

Asesoramiento estratégico y gestión de gobierno interno

El marco organizativo tripartito trasciende de la dimensión financiera para incluir, además, la estructura de gobierno. Cada centro es administrado por un comité permanente integrado por representantes de los países beneficiarios, los donantes y el FMI. Dichos comités brindan asesoramiento estratégico para orientar la labor de los centros.

La asistencia regional estará coordinada con la ayuda que seguirá proporcionándose desde Washington, y ambos aspectos de la asistencia para fortalecer las capacidades se verán reflejados en las Notas Estratégicas Regionales del FMI. En estos planes, las necesidades de los países con respecto al fortalecimiento de las capacidades, y su orden de prioridad, se definen en el contexto de la supervisión que ejerce el FMI y el crédito que otorga, para equilibrar las necesidades de política a corto plazo con las de fortalecimiento de las capacidades a mediano plazo.

La participación y respaldo de los órganos y entidades regionales clave siempre han sido características distintivas de estos centros.

Esto se debe particularmente a la familiaridad de los centros con las circunstancias locales y las reformas que encaran los países. De hecho, en los centros existentes, el sólido respaldo de los bancos regionales de desarrollo y las instituciones financieras ha sido un componente crucial para atraer financiamiento de otros donantes.

La representación de los donantes en los comités permanentes también mejora la coordinación de la asistencia del FMI con la de otros proveedores.

Cabe recalcar que la identificación de los países con los programas y su respaldo al proceso se manifiestan, cada vez más, en compromisos financieros considerables de los países beneficiarios con sus respectivos centros.

El camino por delante

Como paso previo a la creación de los comités permanentes de cada uno de los nuevos centros, ya se han establecido grupos de trabajo para llevar el proceso adelante. Se han realizado consultas generales con los países beneficiarios, sobre las posibles necesidades y prioridades de asistencia, y con los donantes, sobre el financiamiento de estos centros. La inauguración del primer centro, en América Central, está prevista, a más tardar, para abril de 2009. ■

El FMI creará fondos fiduciarios para respaldar la asistencia técnica

El FMI tiene previsto crear una serie de fondos fiduciarios para canalizar la asistencia técnica hacia una lista de temas específicos. Los Fondos Fiduciarios Especializados pretenden ampliar los recursos que la organización ya dedica a la asistencia técnica.

La demanda en este ámbito se encuentra en constante crecimiento, sobre todo por parte de los países de ingreso bajo y mediano bajo interesados en fortalecer las instituciones y las capacidades necesarias para implementar políticas promotoras del crecimiento. A fin de hacer frente a esa demanda y coordinar mejor la prestación de la asistencia, el FMI desea afianzar las relaciones con los donantes, para imprimirles un carácter más amplio, más estratégico y a más largo plazo.

La idea es mancomunar los recursos de los donantes en fondos fiduciarios que complementen los recursos propios del FMI, aprovechando al mismo tiempo los conocimientos y la experiencia de la institución. El modelo de financiamiento funcionaría por región y por tema, de modo que los donantes podrían elegir un punto de acceso de acuerdo con sus prioridades. Los fondos fiduciarios especializados complementarían los centros regionales de asistencia técnica del FMI, proporcionando un alcance mundial y un abanico de especialidades.

Respaldados por un caudal de investigación, los fondos fiduciarios especializados estarán a la vanguardia de la prestación de asistencia conforme a las prácticas internacionales óptimas y abordarán temas más avanzados o complejos dentro de sus respectivas disciplinas. Asimismo, crearán sinergias

con la labor de los centros regionales, encargados de la aplicación local del asesoramiento.

Los fondos fiduciarios tienen ventajas sobre modalidades más tradicionales. Desde el punto de vista de los países receptores, amplían el alcance de los proyectos y los recursos disponibles para el fortalecimiento de las capacidades. Promueven la coordinación entre donantes y proveedores de asistencia, como

recomienda la Declaración de París sobre la Eficacia de la Ayuda al Desarrollo de 2005, y evitan una costosa duplicación de esfuerzos.

También ofrecen una lista de temas que los donantes pueden seleccionar según sus estrategias y prioridades en el ámbito del desarrollo, aprovechando la experiencia técnica y la infraestructura del FMI para la prestación de la asistencia y su seguimiento. Desde el punto de vista del FMI, hacen posible una acción colectiva en campos de interés común y potencian los recursos propios a favor de prioridades estratégicas.

El FMI ya está dialogando con los donantes sobre una variedad de fondos fiduciarios especializados. La labor más avanzada es la tocante a la lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo. La inauguración de ese fondo está prevista para mayo de 2009, y hay una

lista completa de temas para los años venideros: los Estados frágiles, el suministro de datos, la gestión financiera pública, la administración del patrimonio de recursos naturales, la sostenibilidad de la deuda y la administración de los activos y la deuda pública, y la estabilidad y el desarrollo del sector financiero.



Newscom

Uno de los temas que podrían abordar los fondos fiduciarios es la administración del patrimonio de recursos naturales, ya que la volatilidad de esos ingresos puede crear problemas.

Desaceleración del crecimiento y shocks de precios

Se prevé una desaceleración del crecimiento en África subsahariana, debido a los fuertes aumentos de precios de los alimentos y combustibles, la desaceleración del crecimiento mundial y la turbulencia financiera mundial, según la última evaluación regional del FMI.

Se proyecta que el crecimiento en el continente se desacelerará ligeramente hasta un nivel de alrededor del 6% en 2008 y 2009, frente al 6½% registrado en 2007, mientras que la inflación subirá a un promedio del 12%.

Hasta el momento, los principales efectos de esta turbulencia parecen ser indirectos, como la desaceleración del crecimiento mundial y la volatilidad de los precios de las materias primas. No obstante, la reciente intensificación de las turbulencias aumenta el riesgo de una disminución de los flujos de recursos destinados a África; entre otros, los flujos de capital privado, las remesas y la ayuda.

Perspectivas de crecimiento

Si bien el crecimiento del PIB se ha reducido ligeramente en los países de África subsahariana a un nivel inferior al 6% aproximadamente, se prevé que la tasa de crecimiento en 2008 será relativamente alta, y mantendrá la vigorosa tendencia de años anteriores.

En los países exportadores de petróleo, se prevé una reducción temporal del crecimiento en medio punto porcentual, al 8% en 2008, debido principalmente al descenso más pronunciado de lo previsto de la producción de petróleo en el Delta del Níger como consecuencia de la persistente violencia en esta zona; la disminución ligeramente mayor de lo previsto de la producción de petróleo del principal yacimiento de pronta maduración en Guinea Ecuatorial, y la desaceleración del crecimiento no relacionado con el petróleo en Chad. En los países importadores de petróleo también se proyecta una desaceleración del crecimiento, de medio punto porcentual, al 5%.



Centro de llamadas en Nairobi, Kenya: La turbulencia reciente agudiza el riesgo de que disminuya el flujo de recursos hacia África, según las últimas proyecciones del FMI sobre África subsahariana.

Según el informe, en 2009 el crecimiento global en África subsahariana se mantendrá por encima del 6%.

Shocks de precios

No obstante, el shock de precios de los alimentos y combustibles ha ejercido presión al alza sobre la inflación y los déficits en cuenta corriente. El aumento de la inflación afecta a todos los países independientemente del régimen cambiario, la estructura económica y el nivel de desarrollo. En general, se proyecta que la inflación en África subsahariana subirá al 12% en 2008, un aumento considerablemente más alto que en los países avanzados.

A pesar de los recientes descensos, se proyecta que los precios de los alimentos y combustibles se mantendrán muy por encima de sus niveles de 2007. Por lo tanto, y aunque algunos países de África subsahariana se han beneficiado del aumento de los precios de sus exportaciones de materias primas no petroleras (como el aluminio, el algodón y el oro), se prevé un deterioro considerable y duradero en los términos de intercambio de la mayoría de los países importadores de petróleo en África en relación con 2007.

Gracias a los sustanciales ingresos extraordinarios generados por el petróleo, en 2008 se proyecta un aumento al 7% del PIB de los superávits fiscales (excluidas las donaciones) de los países exportadores de petróleo. Los saldos fiscales de los países importadores de petróleo, por otra parte, se están deteriorando debido a la desaceleración del crecimiento del PIB y al costo de las medidas de política económica aplicadas para mitigar el impacto del shock de precios de los alimentos y combustibles.

Preocupación por la pobreza

El principal desafío para las autoridades económicas es ajustarse al shock de precios de los alimentos y combustibles, preservar la estabilidad macroeconómica y proteger a los pobres.

El aumento de precios de los alimentos y combustibles podría dar lugar a un incremento sustancial de los índices de pobreza en varios países. En 2008, hasta julio, los precios del arroz en el mercado mundial subieron un 111%; los del trigo, un 89%; los del maíz, un 48%, y los de los productos combustibles aumentaron entre el 64% y el 82%, antes de reducirse recientemente. El impacto de los aumentos de precios de los alimentos en la pobreza podría ser particularmente

importante en África subsahariana, dado que los alimentos representan más de la mitad del gasto de los hogares medios.

Es probable que el impacto directo de los aumentos de precios de los combustibles en la pobreza sea menor que el de los precios de los alimentos, ya que por lo general en África subsahariana los combustibles representan menos de una décima parte del gasto de los hogares. No obstante, también es probable que el efecto final de los aumentos de precios de los combustibles en los índices de pobreza sea considerablemente mayor que el efecto directo, ya que los combustibles son un insumo intermedio en la mayoría de los otros productos.

Riesgos

Los riesgos que atentan contra las perspectivas para 2009 como consecuencia del entorno mundial han aumentado y se inclinan a la baja. Un riesgo importante es que la turbulencia en los mercados financieros mundiales podría provocar una desaceleración del crecimiento mundial más pronunciada y más larga de lo previsto, lo que probablemente reduciría

Perspectivas de África

Las elevadas tasas de crecimiento de los últimos años no están garantizadas.

	2006	2007	Proy. 2008	Proy. 2009
	(Crecimiento del PIB real, porcentaje)			
Países exportadores de petróleo	7,5	8,9	8,1	8,8
Excluido Nigeria	9,3	12,7	10,4	9,6
Países de ingreso mediano	5,2	5,1	4,0	3,5
Excluido Sudáfrica	3,9	4,8	5,1	4,8
Países de bajo ingreso	7,3	7,0	6,0	6,6
Estados frágiles	3,0	3,3	5,1	6,0
Incluido Zimbabwe	2,8	3,0
África subsahariana	6,3	6,7	5,9	6,2

Fuentes: FMI, base de datos del Departamento de África, 3 de octubre de 2008, y base de datos *Perspectivas de la economía mundial*, 3 de octubre de 2008.

la demanda de exportación de África y deterioraría los términos de intercambio. En caso de una desaceleración mundial más pronunciada, los flujos de inversión extranjera directa, la inversión de cartera y las remesas también podrían disminuir.

A fin de respaldar el crecimiento y mantener la inflación bajo control, los países deben

estar preparados para hacer frente a cambios bruscos de las condiciones económicas mundiales, especialmente de los precios de las materias primas. También podrían considerar la acumulación de reservas externas adicionales para afrontar mejor los shocks exógenos.

Además de los riesgos derivados de la evolución incierta del entorno mundial, existen riesgos internos. El principal riesgo interno es que las políticas aplicadas no logren preservar el crecimiento ni el ritmo de la reforma de los últimos años, ya sea por no brindar respaldo suficiente a los pobres, o por no mantener una estabilidad macroeconómica suficiente. El riesgo parece particularmente intenso en varios países de bajo ingreso importadores de petróleo y gravemente afectados; pero otros países no parecen inmunes. ■

La última edición del informe del FMI *Perspectivas regionales económicas* sobre África está disponible en el sitio web del FMI, www.imf.org/external/pubs/ft/reo/208/afr/eng/sreo1008.htm (en inglés).

El FMI reestructura los préstamos para países que enfrentan catástrofes y shocks de precios

El FMI reformó un programa de crédito para ayudar los países de bajo ingreso a enfrentar emergencias causadas por factores ajenos a su control.

La reestructuración del Servicio para Shocks Exógenos (SSE) tiene por finalidad agilizar e incrementar la asistencia necesaria frente a fluctuaciones de los precios de las materias primas, catástrofes naturales, y conflictos y crisis en países vecinos que pueden interrumpir el comercio internacional.

La reforma, aprobada por el Directorio Ejecutivo el 19 de septiembre, también racionalizó la condicionalidad del SSE, es decir, los compromisos que asumen los gobiernos prestatarios en cuanto a sus políticas económicas y monetarias. Las modificaciones responden a un pedido formulado por los ministros en las Reuniones de Primavera del FMI de 2008.

El FMI creó el SSE hace dos años para poder ayudar mejor a los países de bajo ingreso golpeados por una perturbación exógena repentina. Su reforma se aceleró a la luz de la experiencia y del deterioro reciente de las condiciones económicas mundiales, en particular la escalada de precios de los alimentos y los combustibles, que castigó con especial dureza a los países de bajo ingreso, explicó un vocero del FMI.

Entre los principales cambios, cabe destacar los siguientes:

Un componente de acceso rápido que permite a un país recibir sin grandes demoras un 25% de su cuota, como máximo, por cada shock exógeno, generalmente en un solo desembolso. Este componente puede utilizarse a título excepcional o como primer paso hacia un acceso más amplio.

Un componente de acceso amplio, parecido al SSE actual, de hasta 75% de la cuota por cada acuerdo en circunstancias normales. Los desembolsos se harían en etapas y estarían sujetos a revisiones. Este componente podría complementar el de acceso rápido o activarse a título excepcional.

Racionalización de la condicionalidad y de los requisitos de acceso. Con el componente de acceso rápido, el país tendría que comprometerse solamente a adoptar políticas adecuadas para enfrentar el shock y, en casos aislados, medidas iniciales focalizadas. Con el componente de acceso amplio, se necesitaría un programa económico de calidad suficiente para utilizar los tramos superiores de crédito.

Mayor flexibilidad de uso en conjugación con otros mecanismos e instrumentos del FMI, como el Instrumento de Apoyo a la Política Económica.

Atención al impacto del shock y las políticas conexas en los pobres al diseñar el programa, sin exigir una Estrategia de Reducción de la Pobreza.



Jez Aznar/AFP

Mercado de arroz: El FMI reformó un programa de crédito para países que sufren shocks causados por factores ajenos a su control.

Conferencia en Tanzania sobre logros económicos

El Presidente de Tanzania, Jakaya Kikwete, y el Director Gerente del FMI, Dominique Strauss-Kahn, auspiciarán una conferencia internacional de alto nivel en Dar es Salaam, los días 10 y 11 de marzo de 2009, en la que se debatirá lo que puede hacer África para sustentar y potenciar los logros económicos recientes.

Bajo el lema “Cambios: Alianzas para afrontar con éxito el reto del crecimiento en África”, la conferencia dará a las altas autoridades y a partes interesadas la oportunidad de aprender de las exitosas reformas económicas y de dialogar sobre la evolución del papel que tiene el sector privado y de los socios oficiales —sobre todo el FMI— en el respaldo a los países de la región, explicó Strauss-Kahn.

El encuentro congregará a más de 300 participantes destacados; entre ellos, ministros de Hacienda, presidentes de bancos centrales y representantes de países socios, el sector privado de la región y del mundo, la sociedad civil, los medios de comunicación, los círculos académicos y fundaciones privadas.



Stephen Jaffer/Foto del FMI



Michael Spilotro/Foto del FMI

La crisis exige una acción enérgica

“Vamos contra reloj”, afirmó George Soros, presidente de Soros Fund Management. “Estamos al borde del pánico porque las autoridades no supieron prever ni reaccionar. Una y otra vez, las superaron las circunstancias. Ahora se tienen que anticipar a ellas”.

Soros fue uno de los cinco grandes protagonistas del mercado financiero reunidos en un panel que debatió las perspectivas y las soluciones de la turbulencia internacional, el 12 de octubre, durante las Reuniones Anuales del FMI y del Banco Mundial.

Soros y los demás participantes recalcaron que todo plan de acción debe estar coordinado y ser exhaustivo.

El FMI perfecciona la evaluación de los riesgos para los países

El FMI dio a conocer un nuevo conjunto de prioridades para la supervisión de la economía mundial y de las economías nacionales, para lo cual afinará los análisis de riesgo y se centrará más en los vínculos entre el sector financiero y la economía real, así como en estudios multinacionales.

El Director Ejecutivo dejó acordadas las nuevas prioridades como parte de una revisión exhaustiva de la labor de supervisión que realiza la institución. La nueva Declaración de Prioridades de Supervisión, que expone los objetivos y prioridades a mediano plazo, se anunció en un momento en que una crisis financiera de creciente gravedad sacudía el mundo.

Las prioridades económicas consisten en disipar las tensiones en los mercados financieros, fortalecer el sistema financiero mundial, adaptarse a las fuertes variaciones de los precios de las materias primas y fomentar la reducción ordenada de los desequilibrios mundiales.

El FMI pone en marcha una revisión de su función crediticia

El FMI inició una revisión de la función que desempeña su financiamiento en los países miembros para asegurarse de poder atender sus necesidades en un mundo caracterizado por corrientes financieras transfronterizas de creciente volumen y complejidad.

“Aunque el FMI tiene una tradición de adaptarse al cambio, la verdad es que nuestros instrumentos de préstamo están basados en un modelo que quizá ya no sea idóneo para gran parte de nuestros miembros”, afirmó el Director Gerente, Dominique Strauss-Kahn, ante el Directorio Ejecutivo el 22 de septiembre.

Durante el próximo año, el estudio se centrará en cinco ámbitos generales: establecer un marco analítico para el crédito del FMI; avanzar en la creación de un instrumento de prevención de crisis; revisar los límites de acceso y las condiciones de financiamiento para usar los recursos de la institución; reexaminar el uso de la condicionalidad; y evaluar instrumentos de préstamo para los países de bajo ingreso.

La eficacia del estímulo fiscal durante las desaceleraciones

Según un nuevo estudio del FMI, la política fiscal es un instrumento capaz de estimular el crecimiento, pero mal implementada puede causar fácilmente más daños que beneficios. Los recortes de impuestos y los aumentos del gasto que llevan a una deuda insostenible probablemente causen una contracción del producto, no una expansión.

El estudio aparece en la edición de este mes de *Perspectivas de la economía mundial* y muestra que uno de los principales retos para las autoridades es asegurarse de que las medidas discrecionales de política fiscal —es decir, las modificaciones del gasto y la tributación— entren en acción rápidamente y no pongan en duda la sostenibilidad futura de la deuda.

El texto completo del estudio está publicado en www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/index.htm.

Adelántese y lea el Boletín en línea

El *Boletín del FMI* se actualiza en línea varias veces por semana.

Consulte esa edición en www.imf.org/imfsurvey, y la cobertura completa de las Reuniones Anuales del FMI y del Banco Mundial.