



## CAPÍTULO 1

# El entorno: Evolución económica mundial en el ejercicio 2000

**D**urante el ejercicio<sup>1</sup>, la situación económica y financiera avanzó en la medida en que la economía mundial resistió mejor de lo que se había estimado inicialmente las crisis financieras surgidas en 1997–98 (véanse el cuadro 1.1 y el gráfico 1.1). En promedio, el producto aumentó o continuó siendo elevado en las economías avanzadas, los países en desarrollo de Asia, y los países en transición, si bien se redujo en África, Oriente Medio, y el continente americano. La inflación subyacente se mantuvo en niveles generalmente estables o se redujo en la mayoría de las regiones, pero en algunos países los desequilibrios fiscales y externos siguieron representando un problema. Si bien en 1999 se registró un aumento de los flujos financieros hacia los mercados emergentes, y se redujo en cierta medida el costo del financiamiento, en muchos países las condiciones fueron inestables e impidieron la recuperación. Al mismo tiempo, la intensidad de la demanda en Estados Unidos y Canadá, y la creciente demanda en Europa y en parte de Asia suministraron mercados de exportación para los países que salían de la recesión.

Entre los acontecimientos más importantes de 1999 y principios de 2000 figuran también el encarecimiento mundial del petróleo, que alcanzó su nivel más alto desde 1991, en tanto que el precio de muchos otros productos básicos tocó fondo, la estabilización de las tasas de interés en las economías avanzadas, con excepción de Japón y las ganancias registradas en la mayoría de los mercados bursátiles como resultado, especialmente, del precio de las acciones de las empresas relacionadas con la tecnología. No se materializaron los problemas económicos o financieros de alcance sistémico vinculados con los efectos informáticos del año 2000 (“A2K”) gracias, en parte, a las medidas correctoras y de planificación adoptadas por el sector privado, los gobiernos y las instituciones internacionales.

<sup>1</sup>En este capítulo se examinan la evolución ocurrida, generalmente, durante el pasado ejercicio del FMI (1 de mayo de 1999 a 30 de abril de 2000). En muchos casos se indica el año civil debido a limitaciones de datos.

En 1999/2000 se observó una recuperación de la actividad económica en el grupo de países en desarrollo, en gran parte debido a los avances logrados en los países de Asia afectados por la crisis y, en menor medida, en Rusia. En América Latina, en cambio, el producto económico, en promedio, no registró cambios, si bien no experimentó la fuerte caída prevista inicialmente, cuando la crisis económica azotó la región a fines de 1998 y comienzos de 1999. De hecho, la producción industrial comenzó a recuperarse en los principales países de la región a mediados de 1999. En las economías avanzadas el producto continuó registrando diferentes resultados. En Estados Unidos, Australia, y algunos países más pequeños de Europa la economía siguió creciendo a un ritmo acelerado, aunque Europa registró una leve desaceleración durante el año. Sin embargo, en el segundo semestre de 1999 y comienzos de 2000 se observó un creciente impulso de la actividad económica en los países más grandes de la zona del euro. En 1999, los resultados económicos en Japón siguieron siendo deficientes, registrándose fuertes fluctuaciones de la demanda durante todo el año. El auge de la demanda mundial, la recuperación en ciertas regiones y las condiciones desfavorables en otras contribuyeron a la evolución de los mercados financieros y de productos básicos y a la recuperación del comercio mundial.

### Condiciones económicas mundiales

En los *mercados de productos básicos* se triplicó prácticamente el precio mundial del petróleo a partir del bajo nivel de alrededor de \$10 por barril a fines de 1998 y comienzos de 1999; al cierre del ejercicio, el precio se mantenía entre \$25 y \$30. Este encarecimiento se atribuyó en parte a la reducción voluntaria de la producción en algunos de los principales países productores y a una recuperación económica más sólida de lo previsto en Asia. El aumento del precio del petróleo aumentó las presiones inflacionarias en 1999 y comienzos de 2000 —si bien no en la misma medida que el incremento registrado en los años setenta— y los índices de inflación subyacente se vieron escasamente afectados a principios de 2000. El aumento del precio del petróleo contribuyó a suavizar las condiciones financieras en

Cuadro 1.1

**Panorama de la economía mundial**

(variación porcentual anual, salvo indicación contraria)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Producto mundial</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>
Economías avanzadas	2,1	1,4	3,3	2,7	3,2	3,3	2,4	3,1
Principales países industriales	2,0	1,3	3,0	2,3	3,0	3,1	2,5	2,8
Estados Unidos	3,1	2,7	4,0	2,7	3,6	4,2	4,3	4,2
Japón	1,0	0,3	0,6	1,5	5,0	1,6	-2,5	0,3
Alemania	2,2	-1,1	2,3	1,7	0,8	1,5	2,2	1,5
Francia	1,5	-0,9	2,1	1,8	1,1	2,0	3,4	2,7
Italia	0,8	-0,9	2,2	2,9	1,1	1,8	1,5	1,4
Reino Unido	0,1	2,3	4,4	2,8	2,6	3,5	2,2	2,0
Canadá	0,9	2,3	4,7	2,8	1,7	4,0	3,1	4,2
Otras economías avanzadas	2,5	1,9	4,5	4,3	3,8	4,2	2,0	4,6
<i>Partidas informativas</i>								
Países industriales	1,9	1,1	3,1	2,4	3,0	3,2	2,7	2,9
Zona del euro	1,5	-0,8	2,4	2,3	1,5	2,4	2,8	2,3
Economías asiáticas recientemente industrializadas	6,0	6,3	7,6	7,3	6,2	5,8	-2,3	7,7
Países en desarrollo	6,4	6,4	6,7	6,1	6,5	5,8	3,2	3,8
África	-0,7	0,4	2,3	3,2	5,6	2,9	3,1	2,3
América	3,6	4,1	5,0	1,7	3,6	5,4	2,1	0,1
Brasil	-0,5	4,9	5,9	4,2	2,7	3,6	-0,1	0,5
Asia	9,4	9,4	9,6	9,0	8,3	6,7	3,8	6,0
China	14,2	13,5	12,6	10,5	9,6	8,8	7,8	7,1
India	4,2	5,0	6,7	7,6	7,1	5,8	4,7	6,8
ASEAN-4 <sup>1</sup>	6,3	6,9	7,6	8,0	7,3	3,3	-9,5	2,5
Oriente Medio y Europa	6,2	3,5	0,5	3,8	4,6	4,7	2,7	0,7
Países en transición	-14,4	-7,6	-7,6	-1,4	-0,6	1,7	-0,7	2,4
Europa central y oriental	-8,8	-3,8	-2,9	1,7	1,6	2,3	1,8	1,4
Excluidos Belarús y Ucrania	-5,3	0,2	3,2	5,6	3,7	2,7	2,0	1,5
Rusia	-19,4	-10,4	-11,6	-4,2	-3,4	0,9	-4,5	3,2
Región transcaucásica y Asia central	-14,1	-11,0	-11,5	-5,0	1,3	2,6	2,3	4,4
<b>Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)</b>	<b>4,7</b>	<b>3,8</b>	<b>9,0</b>	<b>9,1</b>	<b>6,7</b>	<b>9,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>
Importación								
Economías avanzadas	4,7	1,5	9,6	8,9	6,2	9,1	5,5	7,4
Países en desarrollo	11,2	11,0	7,1	11,1	8,3	10,5	0,4	-0,3
Países en transición	-24,7	9,3	4,5	12,3	8,3	7,1	2,9	-5,4
Exportación								
Economías avanzadas	5,2	3,3	8,9	8,8	5,9	10,3	3,7	4,4
Países en desarrollo	11,5	8,0	12,2	8,3	11,2	10,9	4,5	1,7
Países en transición	-21,3	9,0	1,3	10,3	5,3	4,9	6,3	3,9
<b>Precio de los productos básicos</b>								
Petróleo <sup>2</sup>								
En DEG	-4,5	-11,1	-7,3	1,8	23,7	-0,2	-31,2	37,6
En dólares de EE.UU.	-1,7	-11,8	-5,0	7,9	18,4	-5,4	-32,1	38,7
Productos no combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de productos básicos)								
En DEG	-2,8	2,7	10,6	2,3	3,3	2,0	-13,5	-7,7
En dólares de EE.UU.	0,1	1,8	13,4	8,4	-1,2	-3,3	-14,7	-6,9
<b>Precios al consumidor</b>								
Economías avanzadas	3,5	3,1	2,6	2,6	2,4	2,1	1,5	1,4
Países en desarrollo	36,1	49,8	55,1	22,9	15,1	9,5	10,1	6,5
Países en transición	788,9	634,3	273,3	133,5	42,4	27,3	21,8	43,7
<b>Tasa interbancaria de oferta de Londres a seis meses (LIBOR, porcentaje)</b>								
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU.	3,9	3,4	5,1	6,1	5,6	5,9	5,6	5,5
Sobre los depósitos en yenes japoneses	4,3	3,0	2,4	1,3	0,7	0,7	0,7	0,2
Sobre los depósitos en euros	9,8	7,4	5,7	5,7	3,7	3,5	3,7	3,0

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (mayo de 2000).

<sup>1</sup>Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

<sup>2</sup>Promedio simple de los precios de entrega inmediata de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate.

los países exportadores de petróleo. Otros productos básicos registraron un leve aumento de precio, y el índice de precios de los productos básicos no combustibles del FMI aumentó en alrededor del 3% durante el ejercicio, finalizando así una trayectoria descendente de alrededor del 30% iniciada cuando los precios alcanzaron su nivel máximo anterior en 1996. Sin embargo, la evolución de los precios varió según el producto, y no todos los exportadores experimentaron una mejora de la relación de intercambio.

El volumen del *comercio mundial* se recuperó en 1999, contribuyendo a mejorar las condiciones externas en muchos países. Las importaciones de las economías avanzadas registraron un fuerte incremento debido, en gran parte, al continuo crecimiento de la demanda interna en Estados Unidos y a la recuperación en Europa, que se inició en el segundo semestre de 1999. El nivel de las importaciones de las economías avanzadas en la región de Asia y el Pacífico también fue elevado, con excepción de Japón, donde en gran medida la demanda interna estuvo paralizada. Entre los países en desarrollo, los datos preliminares indican que aumentaron las importaciones en Asia, en gran parte gracias a la recuperación tras la crisis en Tailandia y en otros países. En China, la demanda de productos y servicios del extranjero también registró un fuerte aumento, si bien el incremento declarado de las importaciones refleja, en parte, una vigorosa campaña contra el contrabando. En cambio, en otras regiones se redujo el volumen de las importaciones. En el continente americano, el ajuste macroeconómico que hacía falta se tradujo en una caída de las importaciones en todos los principales países en desarrollo, con excepción de México. En Rusia también se registró una reducción de las importaciones, lo cual desalentó la demanda de exportaciones en los países vecinos, sobre todo durante los primeros meses del año.

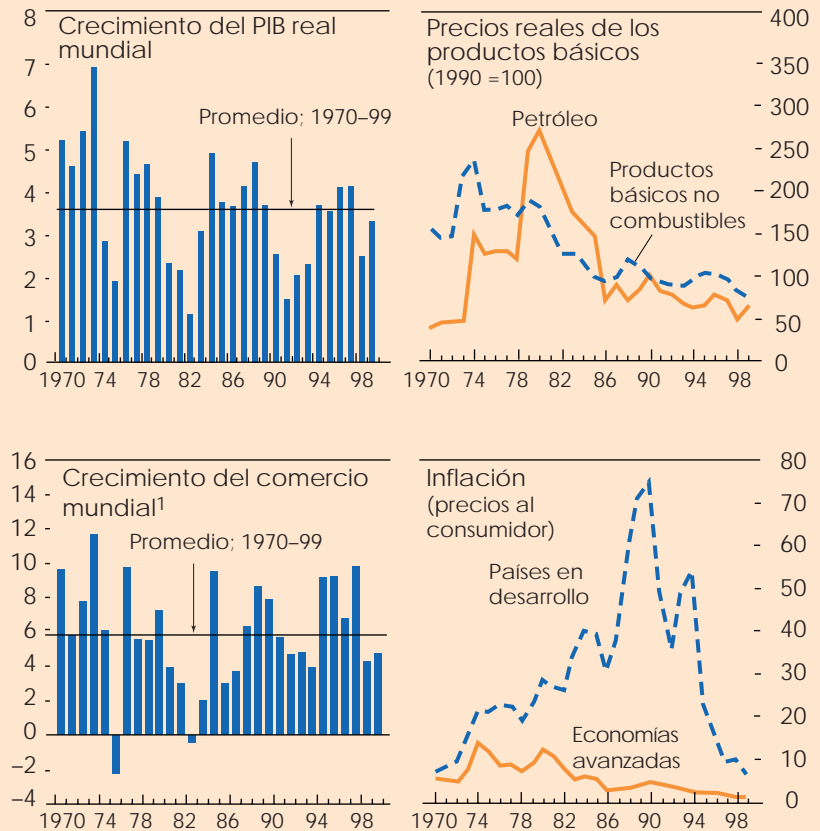
En 1999, el *flujo de capital* hacia los mercados emergentes se mantuvo a un nivel bajo, registrándose una leve mejora con respecto a unos niveles afectados por la crisis en 1998, aunque siguieron siendo inferiores al nivel medio de la década. Además, el financiamiento privado suministrado por los bancos fue remplazado por el financiamiento mediante emisión de bonos y acciones. El aumento de las corrientes financieras se produjo

principalmente a través de la emisión de acciones. Estas corrientes se orientaron, casi en su totalidad, a países de Asia, donde la recuperación se encontraba más avanzada. De hecho, la recuperación en las economías emergentes de Asia provocó, prácticamente, una duplicación de las corrientes financieras privadas brutas a la región. Los flujos hacia los países en desarrollo de Oriente Medio y África también aumentaron, si bien en el continente americano no registraron prácticamente cambios, y los flujos hacia Europa se redujeron.

Aunque en 1999 se registraron fluctuaciones del *costo del financiamiento* para los mercados emergentes, que han seguido observándose en 2000, dichos costos siguen siendo elevados en comparación con los del período anterior a la crisis en Asia, lo cual es reflejo tanto de las amplias diferencias entre los tipos de interés como de una leve tendencia al alza en las tasas de los países avanzados. A comienzos de 1999, la crisis financiera

Gráfico 1.1  
Indicadores mundiales

(variación porcentual anual, salvo indicación contraria)



Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (mayo de 2000).  
¹Volumen de bienes y servicios.

que afectó a América Latina provocó un aumento pronunciado de los márgenes de rendimiento en algunos países (reduciendo además la disponibilidad de fondos), pero los efectos se desvanecieron rápidamente pues los países afectados adoptaron medidas correctivas. En general, las diferencias entre los tipos de interés parecen haber sido mayores en los mercados emergentes ya que los prestamistas tomaron más en cuenta los riesgos específicos de cada país; debido a esto, el peligro de contagio fue menor que en otras situaciones anteriores de inestabilidad de los mercados financieros. El incumplimiento de las obligaciones de pago de la deuda externa por parte de algunos países a fines de 1999 y en 2000 no parece haber creado presiones sistémicas sobre los márgenes de rendimiento en los mercados secundarios. A comienzos del último trimestre de 1999 los mercados de deuda reaccionaron (reduciéndose además el diferencial para los mercados emergentes) a medida que los inversionistas mostraban más confianza en que se evitarían los problemas informáticos por el paso al año 2000. La creciente confianza facilitó la reacción, la mayor diferenciación y un financiamiento en términos generales más estable, que a su vez fomentaron la recuperación en Asia en 1999 y, posteriormente, en otras regiones.

En general, *las tasas de interés denominadas en dólares y euros* aumentaron durante el período para los vencimientos a corto y largo plazo, si bien a principios de 2000 las curvas del rendimiento tendieron a nivelarse. Los bancos centrales de Estados Unidos, Canadá y Europa adoptaron una política monetaria más restrictiva a fin de atajar la inflación en el futuro. En Estados Unidos, la Reserva Federal aumentó las tasas de interés entre mediados de 1999 y el 30 de abril de 2000. Durante ese período la Reserva Federal modificó radicalmente la política de reducción de las tasas de interés aplicada en 1998 a fin de suministrar liquidez a los mercados tras la crisis financiera de Rusia, y la peligrosa situación por la que atravesó uno de los principales fondos de alto riesgo, que amenazó el buen funcionamiento de los mercados financieros. En la zona del euro —donde la recuperación económica fue más lenta— las tasas de interés se aumentaron a fines de 1999. En Japón, en cambio, el Banco de Japón ha venido aplicando una política de tasas de interés “de casi cero” desde comienzos de 1999, como una de las medidas adoptadas para avivar la economía.

En los *mercados cambiarios*, las tres monedas principales registraron importantes variaciones. El euro —introducido como la moneda común de 11 países europeos el 1 de enero de 1999— se depreció en el transcurso del año frente al yen y el dólar de EE.UU., en tanto que el yen se apreció frente al dólar de EE.UU. durante el segundo semestre (véase el capítulo 2). En general, en 1999 las monedas de las principales economías emergentes, con pocas excepciones, se mantuvieron estables, especialmente en comparación con los años anteriores. En los países de Asia afectados por la crisis, la moneda se

apreció o se mantuvo generalmente estable durante 1999 y a comienzos de 2000 como resultado del cambio de la situación económica y financiera en esos países. En América Latina, el real brasileño se depreció frente al dólar de EE.UU. y las monedas de sus países vecinos cuando Brasil adoptó un régimen de tipo de cambio flotante a comienzos de 1999, aunque más adelante la moneda se estabilizó; en Chile se adoptó un régimen de tipo de cambio de libre flotación tras haberse aplicado durante varios años un sistema de banda móvil, sin que ello haya afectado mayormente la tendencia del valor de la moneda. Otras monedas importantes de la región se mantuvieron generalmente estables frente al dólar de EE.UU. De igual forma, se redujo mucho la inestabilidad del rublo ruso, especialmente a fines de 1999.

### Aspectos más relevantes de los mercados emergentes y las economías avanzadas

En *Asia*, la recuperación tras la crisis de 1997–98 y la posterior recesión ha sido extraordinaria. En Corea, Malasia y Tailandia la aplicación de medidas fiscales y monetarias expansionistas —que contribuyeron a un giro radical de la demanda interna— facilitaron la recuperación. Además, el auge de las exportaciones en la región y hacia Estados Unidos aportó una fuente de crecimiento y permitió que las importaciones aumentaran sin crear los déficit de cuenta corriente existentes antes de la crisis. Así, en 1999, la región se transformó en proveedor neto de recursos financieros a los mercados mundiales de capital. En Indonesia también se inició una recuperación del producto, registrándose un crecimiento positivo del PIB real en 1999, tras la fuerte contracción del producto en 1998. En *China* hubo una leve desaceleración del ritmo de crecimiento en 1999, en tanto que en *India* se registró una cierta recuperación. En ambos países la expansión económica se mantuvo a un ritmo que bastó para que siguiera aumentando considerablemente el ingreso per cápita y para reducir la pobreza. En China, el crecimiento económico estuvo respaldado por la mejora de las condiciones en otras economías de la región —lo que se tradujo en el excelente resultado de las exportaciones— y por los efectos iniciales del programa de estímulo fiscal adoptado en el segundo semestre de 1999. La caída de los precios, que se había convertido en un creciente problema de política, comenzó a aminorar a partir de mediados de 1999, si bien el desempleo siguió constituyendo motivo de inquietud. En India, el aumento de la producción industrial en 1999 contribuyó a contrarrestar la disminución del ritmo del producto agrícola en el segundo semestre del año.

En *América Latina*, el efecto macroeconómico de la crisis financiera de 1998–99 fue menos grave que en la crisis de Asia, y a finales de 1999 ya estaba creciendo la actividad en la mayoría de las economías de la región. En *Brasil*, la recuperación se inició a comienzos de año, impulsada por el incremento del producto agrícola e

industrial, este último respaldado por la mayor competencia. En *Argentina*, la demanda interna en 1999 dio muestras de atonía, pero la producción industrial comenzó a crecer a mediados de año, reflejando el giro del desempeño económico. Del mismo modo, el aumento de la producción industrial en *Chile* fue reflejo de una sólida recuperación. En *México*, se evitó la desaceleración económica en 1999 gracias a la fuerte demanda de importaciones en Estados Unidos, su principal socio comercial, al incremento del precio del petróleo y de ingresos asociados con ese incremento y al crecimiento de la demanda interna. La rápida recuperación económica estuvo apoyada, en la mayoría de estos países, por índices de inflación relativamente bajos, que fomentaron la confianza y permitieron a las economías más débiles adoptar algunas medidas de política. Sin embargo, en *Colombia*, *Ecuador* y *Venezuela* se produjo una contracción económica más pronunciada.

En *África*, se registró una desaceleración del crecimiento económico en 1999, debido sobre todo a la atonía en varios de los países principales. La crisis financiera mundial tuvo un efecto directo en *Sudáfrica*, cuyos mercados sufrieron también los efectos secundarios de la crisis. Por su parte, el aumento del precio del petróleo registrado durante el año benefició a *Nigeria* y a otros países exportadores de petróleo durante el segundo semestre de 1999, si bien influyó muy poco en los indicadores económicos anuales. *Kenya*, así como varios otros países, resultaron perjudicados por el bajo nivel del precio de los productos básicos no combustibles, que junto con el encarecimiento de la importación del petróleo, acentuaron la tendencia a la baja de su relación de intercambio. Además, la falta de lluvia afectó a la actividad económica en muchos países al sur del Sahara en 1999; en algunos países de la región, la actividad se vio afectada por desviaciones con respecto a la política prevista. No obstante, en los países de la región que han adoptado programas de reforma respaldados por el FMI se registró una recuperación del crecimiento económico medio. En algunos de estos países se aplicaron medidas de alivio de la deuda en el contexto de la primera etapa de la iniciativa para los PPME (véase el capítulo 5).

El ingreso nacional de los países exportadores de petróleo de *Oriente Medio* registró una fuerte subida gracias al aumento del precio del petróleo y al efecto de la relación de intercambio. Este aumento redujo además las presiones sobre la balanza de pagos y el saldo presupuestario creadas como resultado del bajo precio del petróleo en los últimos años. No obstante, el crecimiento del producto en estos países fue precario, pues el aumento de los precios mundiales de petróleo se produjo en parte debido a la reducción de la producción, actividad a la que corresponde un elevado porcentaje del producto económico. La economía de *Egipto* regis-

tró bajos índices de inflación y fue una de las más dinámicas de la región. Por su parte, *Turquía*, que sufrió una fuerte contracción económica en 1999, adoptó un programa de ajuste a finales de año.

Los resultados macroeconómicos en los *países en transición* fueron reflejo tanto del encarecimiento del petróleo como de los mercados externos de exportación. Los resultados económicos en *Rusia* fueron mejores de lo que se había previsto tras la crisis financiera de 1998, si bien —a diferencia de lo ocurrido en los países de Asia y América Latina— el volumen de exportación no se recuperó con la misma rapidez tras la depreciación del tipo de cambio. En Rusia, el aumento de los precios mundiales del petróleo favoreció el equilibrio fiscal y el saldo de la balanza comercial. Los países de Europa central y el Báltico resistieron bastante bien la reciente desaceleración económica en la Unión Europea, si bien durante el año se redujo el ritmo de crecimiento del producto.

En 1999, siguieron observándose divergencias en los resultados económicos de las *economías avanzadas*. Se registró un fuerte aumento del producto y la demanda en Estados Unidos durante el año pasado y comienzos de 2000, mientras que la economía de Japón se paralizó prácticamente en 1999, con un crecimiento en el primer semestre del año seguido de una contracción en el segundo semestre. Sin embargo, a comienzos de 2000, surgieron algunos indicios de recuperación, incluido un aumento de la producción industrial, un fuerte aumento en la demanda de maquinaria y la recuperación de las exportaciones. No obstante, esta recuperación ha sido frágil, como lo demostró la atonía de la demanda de consumo durante el año. En Europa se aceleró la actividad económica, especialmente durante el segundo semestre de 1999. Esta apreciación general oculta ciertas diferencias entre los países de Europa. Francia, entre los principales países de Europa continental, ha logrado el crecimiento más rápido, en tanto que en muchos de los países más pequeños de la nueva unión monetaria europea se ha registrado una vigorosa expansión económica.

En 1999, la *balanza en cuenta corriente* del grupo de países industriales empeoró por valor de \$170.000 millones, si bien el deterioro ha sido desigual entre los países. Esto se debió, en gran parte, al aumento del déficit de Estados Unidos, que alcanzó un nivel sin precedente como porcentaje del PIB. Además, se produjo con un dólar fuerte y un incremento del gasto en inversión que superó al aumento del ahorro nacional. Los superávits de la balanza en cuenta corriente se redujeron algo en Japón y la zona del euro, en parte debido al encarecimiento del petróleo. En resumen, los países industriales suministraron el estímulo necesario para la demanda en las economías de mercado emergente, si bien el volumen de financiamiento que éstas recibieron, medido por el flujo neto de capital, creció muy poco.





## CAPÍTULO 2

# Supervisión bilateral, mundial y regional del FMI

Un aspecto central del cometido del FMI en cuanto a la mejora del funcionamiento del sistema monetario internacional es el seguimiento (o “supervisión”) de las políticas económica y financiera de los países miembros. La supervisión que ejerce el FMI ha cobrado una importancia incluso mayor tras la crisis mexicana de 1994 y las posteriores crisis financieras en Asia y otras economías de mercado emergente; el FMI ha adaptado dicho seguimiento a las nuevas necesidades de los países miembros creadas por la creciente integración de la economía mundial. Por lo tanto, la supervisión del FMI constituye también un mecanismo a través del cual se concretan la mayoría de las iniciativas que se están aplicando —o que estén previstas— como parte del empeño de la comunidad internacional por reforzar la arquitectura del sistema monetario y financiero internacional (véase el capítulo 4). El FMI también ha procurado velar por que la supervisión continúe mediante contactos y mecanismos oficiosos y complementarios.

La supervisión del FMI se realiza de varias formas:

- La *supervisión individual de los países* asume la forma de consultas ordinarias (normalmente anuales) con los países miembros en torno a su política económica. (Las consultas se denominan “consultas del Artículo IV” pues están estipuladas en el Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI.)
- La *supervisión mundial* implica un examen periódico, por parte del Directorio Ejecutivo del FMI, de la evolución económica mundial, basado en los informes de las perspectivas de la economía mundial que preparan los funcionarios del FMI, así como el análisis periódico de la evolución, las perspectivas y los aspectos de política de los mercados internacionales de capital.
- Últimamente ha cobrado fuerza la *supervisión regional* de las uniones monetarias; por ejemplo, en el ejercicio 2000, el Directorio examinó la evolución de la UEM europea y la CEMAC<sup>1</sup>. La intensificación de

los contactos de los funcionarios de la institución con las autoridades regionales sirve como complemento de las consultas con los países miembros.

A fin de que la supervisión se realice en forma más continua y eficaz, el Directorio del FMI complementa el seguimiento sistemático programado con otras sesiones, regulares pero informales —a veces mensuales o incluso más frecuentes— en las que se estudian circunstancias significativas surgidas en regiones y países seleccionados. El Directorio también se reúne periódicamente para examinar la situación de los mercados financieros y de la economía mundial. Esta labor constante de evaluación que realiza el Directorio sirve para mantener informado al personal del FMI y también de guía para la labor que cumple en relación con los países miembros; los resultados de dicha evaluación son comunicados a las autoridades nacionales por los directores ejecutivos.

En todos estos casos, el FMI procura detectar las señales de peligro en el horizonte y prever la necesidad de tomar medidas de política en los países miembros.

En los últimos años, ha cobrado fuerza la importancia crucial de una supervisión eficaz y oportuna por parte del FMI, debido al rápido crecimiento de los mercados privados de capital, el aumento de la integración económica y financiera, los mayores riesgos de que los errores de política de un país se contagien a otros países y las consecuencias de la convertibilidad de la cuenta corriente y las reformas de mercado que se llevan a cabo en la mayoría de los países miembros.

La eficacia de la supervisión del FMI depende cada vez más de los siguientes factores:

- *Comunicación de datos.* El FMI recomienda a los países inyectar más transparencia en la política económica y divulgar datos más oportunos, fiables y completos. Para las actividades de supervisión, por consiguiente, se ha prestado más atención a las lagunas o deficiencias en los datos que pudiesen entorpecer el análisis y se ha recalcado la importancia de una información franca sobre la calidad de los datos.

<sup>1</sup>Una de las dos uniones monetarias de la zona del franco CFA (la otra es la Unión Económica y Monetaria de África Occidental (UEMAO)).

- *Continuidad de la supervisión.* Las consultas anuales se complementan con visitas intermedias de funcionarios del FMI al país, y el Directorio celebra frecuentes reuniones oficiosas con el fin de analizar acontecimientos importantes en algunos países.
- *Enfoque de la supervisión.* La supervisión individual de los países se centra en las áreas básicas de seguimiento del tipo de cambio, la política macroeconómica y las medidas estructurales conexas. Se determina si, en vista de la situación del país, estas medidas son propicias para el logro de una estabilidad razonable de los precios, la viabilidad de la situación externa y el crecimiento económico. Ante la rápida integración de los mercados financieros internacionales, en los últimos años se han añadido al conjunto de aspectos básicos de la supervisión —sobre todo en el caso de los países de mercado emergente— la evolución de la cuenta de capital, los problemas del sector financiero y la evaluación de la vulnerabilidad externa. El conjunto de aspectos básicos seguirá evolucionando probablemente ante los continuos cambios de la economía mundial, aunque los aspectos relacionados con la viabilidad externa y la vulnerabilidad a las crisis monetarias o de la balanza de pagos seguirán ocupando un lugar destacado. La supervisión también abarca, si bien en forma selectiva, aspectos menos esenciales relacionados con la pobreza, la salud y la educación, el medio ambiente, el buen gobierno y el gasto militar, en los casos en que esos factores puedan influir directa y considerablemente sobre la evolución macroeconómica.
- *Evaluación de la vulnerabilidad.* En la evaluación de los países, sobre todo en el caso de las economías de mercado emergente, el análisis de la vulnerabilidad se ha profundizado mediante la recopilación de datos más completos y oportunos, entre ellos los indicadores de vulnerabilidad ante la evolución de la deuda, las reservas o los factores de la cuenta de capital. Se está trabajando en otros elementos estructurales e institucionales relacionados con la gestión de las reservas de divisas, el seguimiento de alta frecuencia de los pasivos externos de los sistemas bancarios nacionales, los indicadores macroprudenciales de vulnerabilidad del sector financiero y los sistemas de alerta anticipada.
- *Transparencia.* Se ha avanzado considerablemente en los planes de mejora de la transparencia en las políticas de los países miembros y en el asesoramiento del FMI en materia de política económica. Casi un tercio de los países miembros participa en un programa piloto de divulgación voluntaria de los informes del personal al término de las consultas del Artículo IV, y la gran mayoría de los países miembros publica actualmente notas de

información al público (NIP) al término de dichas consultas<sup>2</sup>.

- *Supervisión y normas.* La adhesión a normas internacionales y códigos de buenas prácticas, que es voluntaria, se considera cada vez más importante para mejorar el entorno de política y para reducir la vulnerabilidad macroeconómica y financiera de los países. Se ha avanzado en el desarrollo y el fortalecimiento de las normas, entre ellas las NEDD, el código de buenas prácticas de transparencia en las políticas monetaria y financiera y los principios básicos de Basilea para una supervisión bancaria eficaz. También se ha avanzado en la preparación de evaluaciones de la observancia de normas por parte de los países miembros a través del PESF y los informes sobre observancia de códigos y normas (IOCN). La supervisión del FMI proporciona un marco para la organización y el examen, en conjunción con las autoridades nacionales, de las consecuencias de las evaluaciones de adhesión a los códigos y normas.

### Supervisión de los países

El FMI realiza normalmente consultas anuales con cada uno de los países miembros a fin de examinar la evolución y la política económica del país. Las consultas no se limitan a las medidas macroeconómicas, sino que comprenden otros temas de política que pueden incidir sobre los resultados macroeconómicos de un país, como los aspectos relativos al mercado laboral, el buen gobierno y el medio ambiente, de resultar pertinentes. Dada la mayor integración que existe en los mercados financieros mundiales, el FMI tiene en cuenta más explícitamente los aspectos relativos a la cuenta de capital y los sectores financiero y bancario (véase en el capítulo 4 un examen de los mecanismos de refuerzo de la supervisión de los sectores financieros de los países miembros).

Para realizar la supervisión de los países, un equipo de funcionarios del FMI visita el país, obtiene información económica y financiera y analiza con las autoridades, en general con la participación del director ejecutivo por ese país, lo acontecido en el plano económico desde la visita anterior y las políticas monetaria y fiscal, así como las medidas estructurales pertinentes, que sigue el país. Normalmente, los funcionarios preparan una declaración o un memorando que resume lo discutido con el país miembro y lo dejan en manos de las autoridades. Si el país decide darlo a conocer, el

<sup>2</sup>Los países miembros tienen la opción de publicar las notas de información al público al término de las consultas del Artículo IV. El objeto de esa publicación es el refuerzo de la supervisión de la política económica de los países miembros al hacer más transparente la evaluación de esa política por el FMI.

FMI publica esas declaraciones en Internet. Una vez de regreso a la sede, los funcionarios redactan un informe en el que se describe la situación económica del país y los aspectos más importantes del examen realizado con las autoridades, y se evalúa su posición en materia de política. Después, el Directorio examina ese informe. En la reunión del Directorio, el país es representado por su correspondiente director ejecutivo. Las opiniones vertidas por los directores durante la reunión son resumidas por el presidente del Directorio (el director gerente), o el presidente interino, y luego se elabora un resumen (las “observaciones finales”). Si el director ejecutivo que representa al país miembro está de acuerdo, el resumen se da a conocer al público, junto con ciertos antecedentes que sirven de introducción, en forma de nota de información al público. En el ejercicio 2000, el Directorio realizó 127 consultas del Artículo IV con países miembros, 106 de las cuales dieron como resultado la publicación de una de estas notas (véase el cuadro 2.1), que también pueden consultarse en el sitio del FMI en Internet.

Además de las consultas del Artículo IV, el Directorio también cumple tareas de supervisión cuando examina los acuerdos financieros vigentes que sirven de apoyo a los programas económicos de los países miembros y los acuerdos financieros de carácter precautorio, y cuando los funcionarios realizan seguimientos oficiosos.

- *Acuerdos de carácter precautorio.* Los países miembros convienen con el FMI un acuerdo de derecho de giro o un acuerdo ampliado, pero no se proponen utilizar los recursos comprometidos en virtud de estos acuerdos a menos que las circunstancias lo requieran. Empero, el país tiene el derecho de utilizar dichos recursos si ha cumplido las condiciones estipuladas en el acuerdo. Sirven de ayuda a los países miembros porque determinan un marco para la política económica y destacan que el FMI la respalda, fomentando de este modo la confianza en esa política. Asimismo, garantizan al país que los recursos del FMI estarán a su disposición si se necesitan y se han cumplido las condiciones estipuladas.
- *Programas de seguimiento oficioso.* En el marco de estos programas, el personal del FMI vigila el programa económico del país y se reúne periódicamente con las autoridades con el fin de examinar la política que se aplica. Sin embargo, esto no significa que el FMI respalde oficialmente tal política ni que ofrezca asistencia financiera.

## Supervisión mundial

### *Perspectivas de la economía mundial*

La supervisión mundial que lleva a cabo el Directorio Ejecutivo se basa en *Perspectivas de la economía mun-*

*dial*, un informe de los funcionarios en el que se analiza de manera integral la evolución prevista de la economía mundial, de los países a nivel individual y de las regiones, y se examinan ciertos temas de interés particular. Aunque estos informes suelen prepararse (y publicarse) dos veces por año, pueden aparecer con mayor frecuencia si lo justifica la evolución de las condiciones económicas mundiales.

En el ejercicio 2000, el Directorio se reunió en dos ocasiones para examinar las perspectivas de la economía mundial: en septiembre de 1999 y marzo de 2000. Los exámenes se centraron en el fortalecimiento de la recuperación económica mundial.

En el examen de septiembre de 1999, los directores ejecutivos expresaron su satisfacción por el fortalecimiento de la economía mundial en 1999, impulsado por la rápida recuperación en la mayoría de las economías asiáticas afectadas por la crisis y, en menor grado, en Rusia; los primeros indicios de la tan esperada recuperación de la economía japonesa, unos resultados mejores de lo previsto en Brasil, la consolidación de la actividad económica en gran parte de Europa occidental y el mantenimiento del crecimiento de la economía estadounidense. Los directores ejecutivos observaron que la reducción de las tensiones en los mercados financieros contribuyó a respaldar el crecimiento en muchas economías de mercado emergente, algunas de las cuales también se habían beneficiado del aumento de precio de algunos de los principales productos básicos, incluido el petróleo.

La actividad económica en los países industriales se apoyaba en tasas de inflación generalmente moderadas, tasas de interés bajas y una mejora de la situación de las finanzas públicas en la mayoría de los casos. Los directores ejecutivos también coincidieron con las proyecciones del personal que indicaban una nueva reactivación del crecimiento en el año 2000, junto con la desaceleración moderada del crecimiento en Estados Unidos y Canadá contrarrestada con creces por el repunte más sólido de la actividad económica en otros países industriales y en la mayor parte de las economías de mercado emergente.

Sin embargo, si bien los directores ejecutivos coincidieron en que los riesgos con respecto a estas proyecciones parecían estar bastante equilibrados, varios directores hicieron hincapié en la incertidumbre que aún subsiste en torno a las perspectivas de la economía mundial. Un motivo de especial preocupación era el impacto potencial de la desaceleración del crecimiento en Estados Unidos. La mayor parte de los directores ejecutivos estuvo de acuerdo en que dicha desaceleración era inevitable y necesaria en vista de los crecientes desequilibrios internos y externos de la economía estadounidense. Sin embargo, varios directores ejecutivos observaron que no hay que dar por supuesto que la transición hacia una tasa de crecimiento algo más lenta



Cuadro 2.1  
Consultas del Artículo IV concluidas en el ejercicio 2000

País	Reunión del Directorio	Nota de información al público	País	Reunión del Directorio	Nota de información al público
Albania	14-VI-99	22-VI-99	Kazajstán	26-VII-99	9-VIII-99
Alemania	20-X-99	3-XI-99	Kenya	16-XII-99	5-I-00
Antigua y Barbuda	10-XI-99	22-XI-99	Kiribati	16-VII-99	22-IX-99
Antillas Neerlandesas	7-VI-99	13-VII-99	Kuwait	13-III-00	4-IV-00
Arabia Saudita	6-X-99	—	Lesotho	12-VII-99	—
Armenia	8-X-99	5-XI-99	Letonia	28-VII-99	10-VIII-99
Aruba	7-V-99	26-V-99	Libano	8-IX-99	—
Australia	28-I-00	15-II-00	Liberia	28-II-00	11-IV-00
Austria	9-VI-99	21-VI-99	Lituania	26-VII-99	3-VIII-99
Azerbaiyán	30-VI-99	9-VIII-99	Malasia	7-VII-99	8-IX-99
Bahamas, Las	3-VIII-99	27-VIII-99	Maldivas	27-X-99	—
Bangladesh	24-I-00	—	Malta	18-VI-99	13-VII-99
Barbados	5-XI-99	10-XII-99	Marruecos	9-VI-99	25-VI-99
Belarús	27-VII-99	—	Mauricio	3-VIII-99	18-VIII-99
Bélgica	25-II-00	3-III-00	México	17-III-00	22-III-00
Benin	23-VIII-99	—	Moldova	6-VIII-99	23-VIII-99
Bhután	7-VI-99	17-VI-99	Mongolia	24-I-00	17-II-00
Bolivia	7-II-00	25-II-00	Mozambique	28-VI-99	14-VII-99
Bosnia y Herzegovina	8-III-00	16-III-00	Myanmar	13-X-99	—
Botswana	6-X-99	17-XI-99	Nepal	18-II-00	14-III-00
Brasil	28-VII-99	23-VIII-99	Nicaragua	15-IX-99	27-IX-99
Bulgaria	31-III-00	19-IV-00	Nigeria	8-XII-99	—
Burkina Faso	21-V-99	28-VI-99	Noruega	28-I-00	15-II-00
Burundi	15-III-00	7-IV-00	Nueva Zelanda	30-VIII-99	15-IX-99
Cabo Verde	24-V-99	14-VI-99	Omán	30-VI-99	16-VII-99
Canadá	2-II-00	18-II-00	Países Bajos	15-X-99	25-X-99
China, República Popular de	23-VII-99	—	Palau	10-XI-99	24-XI-99
Colombia	20-XII-99	29-XII-99	Panamá	16-II-00	28-II-00
Corea	17-XII-99	29-XII-99	Papua Nueva Guinea	8-VI-99	—
Costa Rica	6-X-99	26-X-99	Paraguay	1-III-00	—
Côte d'Ivoire	15-VI-99	16-VII-99	Perú	24-VI-99	6-VII-99
Croacia	7-I-00	31-I-00	Polonia	15-III-00	31-III-00
Dinamarca	5-VIII-99	26-VIII-99	Portugal	8-X-99	22-X-99
Djibouti	18-X-99	—	Qatar	24-I-00	—
Dominica	10-I-00	16-II-00	Reino Unido	1-III-00	6-III-00
El Salvador	5-XI-99	15-XI-99	República Árabe Siria	2-VII-99	—
Eritrea	8-III-00	—	República Checa	21-VII-99	29-VII-99
Eslovenia	3-III-00	16-III-00	República Dem. Pop. Lao	22-XI-99	2-XII-99
España	30-VI-99	30-VII-99	República Dominicana	6-VIII-99	25-VIII-99
Estados Unidos	30-VII-99	5-VIII-99	República Eslovaca	21-VII-99	4-VIII-99
Estonia	24-VI-99	1-VII-99	Rusia	28-VII-99	2-VIII-99
Etiopía	27-VII-99	16-VIII-99	Rwanda	19-XI-99	6-XII-99
Filipinas	22-VII-99	10-VIII-99	Santo Tomé y Príncipe	28-IV-00	16-V-00
Finlandia	8-X-99	18-X-99	San Vicente	10-XI-99	10-XII-99
Francia	22-X-99	28-X-99	Sri Lanka	13-X-99	22-X-99
Gambia	18-VI-99	12-VII-99	Sudáfrica	14-II-00	10-III-00
Georgia	21-IV-00	18-V-00	Sudán	12-V-99	3-VI-99
Ghana	19-XI-99	7-XII-99	Suecia	25-VIII-99	2-IX-99
Grecia	20-X-99	8-XI-99	Suiza	14-II-00	2-III-00
Guatemala	16-XII-99	29-XII-99	Suriname	30-VI-99	19-VIII-99
Guinea	21-XII-99	8-III-00	Tailandia	12-I-00	10-II-00
Guinea-Bissau	13-IX-99	8-X-99	Tayikistán	27-I-00	14-II-00
Guinea Ecuatorial	23-VIII-99	30-VIII-99	Togo	21-V-99	7-VII-99
Guyana	12-V-99	21-V-99	Trinidad y Tabago	9-VI-99	21-VI-99
Haití	3-IX-99	24-IX-99	Túnez	2-IX-99	17-IX-99
Honduras	8-XII-99	21-XII-99	Turkmenistán	1-XI-99	—
Hong Kong	18-II-00	6-III-00	Turquía	22-XII-99	3-I-00
Hungría	8-III-00	17-III-00	Uganda	26-VIII-99	—
Irlanda	4-VIII-99	20-VIII-99	Uruguay	27-VII-99	30-VII-99
Islandia	5-V-99	14-V-99	Uzbekistán	31-I-00	—
Israel	23-III-00	24-IV-00	Venezuela	6-VIII-99	—
Italia	3-VI-99	23-VI-99	Vietnam	21-V-99	8-VI-99
Jamaica	10-I-00	27-I-00	Zimbabwe	5-V-99	—
Japón	4-VIII-99	13-VIII-99			

y más sostenible sea fluida. Además, estos y otros directores pusieron en duda la posibilidad de que la firmeza del crecimiento en Japón y en Europa baste para compensar los efectos de una expansión más lenta en Estados Unidos.

En su reunión de marzo de 2000 sobre las perspectivas de la economía mundial, los directores ejecutivos expresaron su satisfacción por la acelerada recuperación de la economía mundial en 1999 y la posibilidad de un crecimiento aún más vigoroso en 2000. Durante el año pasado se había registrado una mejora extraordinaria de las condiciones económicas y financieras mundiales, observándose un repunte del crecimiento en casi todas las regiones del planeta. Los directores ejecutivos señalaron que la notable solidez de la economía estadounidense y el pujante crecimiento que actualmente se observa en Europa occidental han sido fundamentales para lograr una recuperación económica más rápida de lo previsto en Asia, América Latina y otras regiones de mercados emergentes. Igualmente, eran importantes las firmes medidas que adoptaran los encargados de la política económica en los países afectados por la crisis, con miras a profundizar los programas de ajuste y reforma, junto con el respaldo de la comunidad internacional. Los directores ejecutivos observaron que, al menos en el corto plazo, las proyecciones de los funcionarios con respecto al crecimiento mundial tal vez exigieran una revisión al alza.

Al mismo tiempo, los directores ejecutivos expresaron su inquietud por la posible corrección a nivel mundial de las cotizaciones bursátiles, que eran muy elevadas (sobre todo en los sectores tecnológico e informático), las señales contradictorias de recuperación económica en Japón, los elementos de vulnerabilidad que aún existían en las regiones de mercados emergentes, y la posibilidad de que los crecientes desequilibrios económicos y financieros mundiales, si no se controlaban, pudieran crear importantes obstáculos para el crecimiento mundial en el futuro. Una recuperación sostenida de la demanda interna en Europa occidental y Japón, junto con una cierta desaceleración del crecimiento en Estados Unidos, contribuirían a lograr una evolución más equilibrada del crecimiento en los principales países industriales. Varios directores ejecutivos destacaron también otros factores de incertidumbre generados por las recientes alzas en el precio mundial del petróleo. En vista de estas inquietudes, y a pesar del mejoramiento general de la situación económica mundial, los directores ejecutivos coincidieron en que la tarea que corresponde a los encargados de la política económica en todo el mundo es importante, si bien muy desigual. En algunos países, la política macroeconómica debe tener como objetivo servir de apoyo para la recuperación, en tanto que, en otros, probablemente sea necesario alcanzar una mayor estabilidad macroeconómica para reducir el riesgo de recalentamiento. En

general, la aplicación de reformas estructurales más vigorosas y exhaustivas mejorará las perspectivas de crecimiento sostenido en casi todos los países en desarrollo y en muchas economías avanzadas.

#### *Evolución económica en las principales zonas monetarias*

Al examinar la evolución de *Estados Unidos*, los directores ejecutivos advirtieron que existen pocas señales de desaceleración de la actividad económica, pese a que la Reserva Federal haya elevado varias veces las tasas de interés y, de hecho, el crecimiento pareció acelerarse a finales de 1999. Los directores señalaron que los altos niveles de inversión y el aumento de la productividad, la escasa presión de los salarios y los bajos índices de inflación derivados de los cambios fundamentales de la economía han aumentado el potencial de crecimiento económico. Sin embargo, muchos directores ejecutivos expresaron inquietud por los crecientes desequilibrios internos y externos producidos por la prolongada expansión económica. Estos desequilibrios incluyen un déficit sin precedentes en cuenta corriente, elevadas cifras negativas para el ahorro privado neto y el alto nivel de valoración del mercado bursátil. Los directores ejecutivos observaron que la demanda en Estados Unidos ha sido fundamental para la recuperación económica mundial y destacaron la importancia del clima favorable para la inversión interna y del aumento del ahorro nacional para la evolución de la cuenta corriente. No obstante, muchos coincidieron en que quizá sea inevitable un nuevo aumento de las tasas de interés en Estados Unidos, sobre todo si no surgen indicios claros de moderación en el aumento de la demanda. Los directores ejecutivos indicaron que esta estrategia mejoraría las perspectivas de un “aterrizaje suave” para la economía, en tanto que la actuación tardía podría aumentar el riesgo de que sigan acumulándose desequilibrios y se produzca un “aterrizaje brusco”. Además, un crecimiento mundial más equilibrado contribuiría mucho a reducir el déficit exterior de Estados Unidos.

No obstante, algunos directores ejecutivos señalaron que un nuevo aumento de las tasas de interés en Estados Unidos podría reducir las posibilidades de una recuperación duradera en algunas de las principales economías de mercado emergente, especialmente en los países de América Latina que necesitarán un gran volumen de financiamiento externo en los próximos años. Por consiguiente, estos directores estimaron que se debe actuar con cautela antes de seguir aplicando una política monetaria más restrictiva y que, en cambio, un mayor ajuste fiscal para frenar el crecimiento de la demanda interna eliminaría el riesgo de que se produzcan efectos secundarios en los mercados mundiales de capital. No obstante, reconocieron que, en vista del superávit fiscal, la aplicación de una política fiscal más restrictiva podría resultar difícil desde el punto de vista

político. En general, los directores coincidieron en que, en el actual contexto, la creación de nuevos estímulos fiscales en Estados Unidos, sea a través de una reducción sustancial de los impuestos o mediante el aumento del gasto, sería especialmente arriesgada. En cambio, señalaron que el aumento del ahorro público debe destinarse, en gran medida, a reducir el endeudamiento y a cumplir las obligaciones fiscales a más largo plazo vinculadas con el envejecimiento de la población.

En lo que respecta a *Japón*, los directores ejecutivos coincidieron en que los indicadores económicos no ofrecían señales claras sobre las perspectivas de recuperación. Los datos sobre el PIB correspondientes al cuarto trimestre de 1999 y las tendencias del gasto de los hogares confirmaban una nueva disminución de la actividad económica real tras el breve repunte registrado durante el primer semestre de 1999, mientras que el índice de los indicadores anticipados presentaba una visión más optimista de las perspectivas económicas.

La mayor parte de los directores ejecutivos estimó que, al parecer, deberá pasar algún tiempo antes de que *Japón* pueda lograr una recuperación firme y autosostenida impulsada por la demanda interna privada y que, por consiguiente, deben seguir aplicándose medidas macroeconómicas propicias. Los directores coincidieron en que, en materia de política monetaria, la política de interés cero sigue siendo adecuada, y varios de ellos señalaron que las autoridades deberán estudiar nuevas medidas destinadas a liberalizar las condiciones monetarias, lo cual sería aún más importante en caso de producirse una nueva apreciación del yen. Algunos directores ejecutivos estimaron también que la adopción de una estrategia de metas de inflación podría ayudar a mejorar la situación monetaria. La mayor parte de los directores estima que la política fiscal también debe ofrecer un respaldo continuo para la recuperación. Sin embargo, varios de ellos observaron que la política fiscal debe comenzar a orientarse muy pronto hacia el ajuste, en vista del rápido aumento de la deuda pública, las presiones sobre las tasas de interés a plazos más largos y la necesidad de hacer frente a las futuras presiones fiscales derivadas de los mecanismos públicos de jubilación. A este respecto, varios directores ejecutivos expresaron dudas sobre la eficacia de los sucesivos programas fiscales aplicados para colocar la economía en la senda del crecimiento económico autosostenido. El Directorio Ejecutivo subrayó la importancia fundamental de las reformas estructurales para promover la confianza y mejorar así la eficacia de las medidas macroeconómicas, y observó que —con tasas de interés cero y elevados niveles de endeudamiento público— las oportunidades para seguir aplicando una política macroeconómica expansionista podrían estar agotándose. En este contexto, los directores expresaron su preocupación por los recientes retrasos en la aplicación de importantes reformas estructurales, así como lo que consideraban falta

de decisión en la puesta en marcha de otras iniciativas. Se estimó que, si bien en algunos sectores el ajuste estructural podría tener un efecto negativo, gradualmente éste se vería contrarrestado con creces por el aumento generalizado de la confianza y la actividad derivado de las medidas encaminadas a liberalizar los mercados internos, fortalecer el sistema financiero y abordar otras deficiencias estructurales.

Los directores ejecutivos se mostraron satisfechos con la recuperación de la confianza y la actividad económica en la *zona del euro*. Destacaron la reciente mejora de los resultados económicos en las principales economías de la región, pero observaron que en varias de las economías más pequeñas el crecimiento sigue siendo mucho más dinámico. Los directores coincidieron en que la política fiscal tendrá una importancia fundamental para reducir el riesgo de recalentamiento en las economías de rápido crecimiento, pero estos ajustes fiscales podrían tropezar con dificultades políticas dada la aparición de superávit presupuestarios en algunos de los países. Además, indicaron la necesidad de adoptar amplios programas de reforma fiscal en la mayoría de las economías de la zona del euro a fin de reducir las presiones actuales y a largo plazo en materia de gasto, y aumentar el margen para el alivio tributario. Los directores sostuvieron que el actual repunte de la actividad económica ofrece una importante oportunidad para que los países de la zona del euro lleven adelante las reformas fiscales y apliquen las medidas complementarias de ajuste estructural —especialmente en los mercados laboral y de productos— necesarias para fomentar una recuperación sostenida. Si bien todos los directores ejecutivos estuvieron de acuerdo en que la política monetaria debe seguir centrándose en el mantenimiento de bajos índices de inflación, algunos de ellos estimaron que, en general, las condiciones monetarias deben continuar facilitando la recuperación en vista del margen que aún se observa en la región. No obstante, otros directores indicaron que en el curso del próximo año podrían registrarse condiciones monetarias más restrictivas, dado el riesgo de presión sobre los precios —entre otros, en los mercados de bienes— que están apareciendo en algunos países.

#### *Precio de los bienes*

Los directores ejecutivos, al examinar la evolución económica en los países avanzados, dieron mucha importancia a las tendencias del precio de los bienes. Observaron que la inflación en este terreno constituye un problema general, que abarca a Estados Unidos y gran parte de Europa occidental. El elevado precio de los bienes plantea un gran desafío para la política macroeconómica en el actual contexto de bajos índices de inflación en los mercados de bienes y servicios. Por un lado, dada la dificultad práctica de determinar el valor de equilibrio del precio de los bienes, y que éstos se

comercian en mercados relativamente eficientes, los directores señalaron que sería inadecuado tratar de focalizar la política macroeconómica en esos precios. Por otro lado, como un aumento acelerado y prolongado del precio de los bienes podría exacerbar las presiones inflacionarias y amenazar la estabilidad financiera debido a sus efectos sobre la demanda agregada y el crédito interno, es evidente que la evolución del precio de los bienes puede constituir un motivo de gran inquietud para los bancos centrales. Los directores ejecutivos coincidieron en que, en la medida en que el precio de los bienes proporciona información valiosa sobre la futura evolución de la actividad económica y la inflación, esa información debe ser incorporada en las actuales estrategias basadas en metas monetarias y de inflación, aunque las medidas deben seguir centralizadas en el precio de los bienes y servicios. Si bien coincidieron en que el precio de los bienes no debe convertirse en un objetivo permanente de la política económica, algunos directores estimaron que, en algunos casos, las medidas macroeconómicas deberían “ir contra la corriente” y procurar contener los excesos en los mercados financieros, aunque la inflación en los mercados de bienes y servicios se mantenga a un nivel estacionario. Con todo, reconocieron las dificultades prácticas de determinar cuándo y en qué grado deben aplicarse esas medidas.

Los directores ejecutivos indicaron que, en Estados Unidos, si bien existe cierta incertidumbre, muchos análisis de valoración parecen indicar cierta sobrevaloración en algunos índices generales fundamentales. En vista de los indicios de que el efecto de riqueza derivado del mercado bursátil puede contribuir a promover el crecimiento de la demanda interna a niveles muy superiores al aumento del producto potencial, los directores estimaron que las recientes medidas más restrictivas de política monetaria habían sido apropiadas, si bien la aplicación de nuevas medidas en ese sentido deberá ser objeto de un cuidadoso análisis.

En lo que respecta a la zona del euro, los directores ejecutivos coincidieron en que el principal desafío que plantea la evolución del precio de los bienes para la política macroeconómica sigue siendo la magnitud de las diferencias entre regiones, ya que, en particular, el aumento del precio de los bienes raíces en algunos países de rápido crecimiento de la zona del euro resulta mucho más acelerado en la periferia que en la región en su conjunto. Los directores señalaron que, si bien un crecimiento más rápido en la periferia puede justificarse, al menos en parte, por el proceso de convergencia regional del ingreso vinculado con la integración económica y la introducción del euro, los efectos financieros potencialmente considerables de las correcciones que sufra el precio de los bienes en algunos países europeos pequeños constituyen un problema para la gestión de la política monetaria.

### *Perspectivas para los mercados emergentes*

Los directores ejecutivos, en su análisis de la evolución económica en *Asia*, manifestaron su satisfacción por la rápida recuperación de los países afectados por la crisis y las proyecciones de un crecimiento vigoroso y continuo. Observaron que el aumento de las exportaciones, junto con el respaldo provisto a través del gasto público y, más recientemente, la demanda interna privada, han sido fundamentales para la recuperación. Coincidieron en la necesidad de eliminar los estímulos fiscales a medida que se logra un crecimiento autosostenido. De hecho, varios directores indicaron que en los países donde la recuperación se encuentra más avanzada, la política macroeconómica debe orientarse a reducir el riesgo de recalentamiento y a contener el aumento de la deuda pública. Los directores instaron a los países afectados por la crisis a que mantengan el impulso de las reformas estructurales, sobre todo en los sectores financiero y empresarial, así como en el ámbito institucional y prudencial, y advirtieron que la recuperación podría durar poco si se reduce el esfuerzo en ese sentido. Coincidieron en que, para mantener los altos índices de crecimiento registrados en China e India, será necesario aplicar nuevas reformas estructurales.

Los directores ejecutivos observaron que en *América Latina*, en su conjunto, la fase recesiva registrada en 1999 fue más leve de lo que se había previsto gracias a la continua aplicación de medidas macroeconómicas y estructurales prudentes, si bien varios países han sufrido una fuerte recesión. Coincidieron con las proyecciones que indican que en 2000 deberá producirse una recuperación más generalizada, que continuaría en 2001. Los directores observaron que varios factores están contribuyendo al mejoramiento general de las condiciones económicas en la región, entre ellos el sólido crecimiento en Estados Unidos, el aumento del precio de los productos básicos y la reducción de la inflación y las tasas de interés. Sin embargo, varios directores ejecutivos señalaron que aún existen vulnerabilidades, especialmente la cuantiosa necesidad de financiamiento externo de los países más grandes y las persistentes deficiencias en algunas de las economías más pequeñas. Los directores instaron a los países afectados a seguir aplicando las medidas necesarias para reducir los riesgos existentes y mantener la confianza de los inversionistas internacionales. A este respecto, las medidas esenciales incluyen la reducción del déficit fiscal, área en la que se preveían nuevos avances durante el año 2000, la aplicación de marcos de política monetaria destinados a lograr o mantener bajos índices de inflación y, a fin de facilitar el logro de estos objetivos, la adopción de nuevas reformas estructurales e institucionales, incluida una mayor liberalización del comercio. Además, los directores ejecutivos destacaron la importancia de aumentar el ahorro interno en los

sectores público y privado para ayudar a reducir la dependencia del financiamiento externo.

En 1999, se produjo un rápido giro en los resultados económicos de *Rusia*, pero la posibilidad de una recuperación sostenida sigue siendo incierta. La reducción de los desequilibrios fiscales y de la balanza de pagos en 1999 es atribuible en gran medida al aumento del precio del petróleo, en tanto que la reducción y la sustitución de importaciones también contribuyeron al crecimiento. Los directores ejecutivos coincidieron en la necesidad de aplicar programas de reforma estrictos y de gran alcance para mejorar el clima de la inversión y las perspectivas de crecimiento a mediano plazo. Debe darse prioridad al fortalecimiento de las instituciones y los procesos que sirven de base a las economías de mercado, incluidas mejoras en el marco jurídico, la política de competencia, la transparencia y el buen gobierno. Estas reformas favorecerían las medidas adoptadas para eliminar ciertas deficiencias estructurales fundamentales, especialmente en el régimen tributario, el sistema bancario y en varias áreas del sector empresarial.

Las condiciones en las *economías en transición de Europa central y oriental* que participan en el proceso de ingreso a la Unión Europea (UE) son favorables. Se prevé que, durante el año 2000, se registrará una recuperación del crecimiento en todos estos países, impulsado en la mayoría de los casos por el aumento de las exportaciones a Europa occidental y la mayor confianza de los inversionistas. Sin embargo, los directores ejecutivos coincidieron en que se requerirán nuevos avances en el ajuste estructural para apoyar una mejora sostenida de las perspectivas económicas de estos países y prepararse mejor para su eventual ingreso en la UE. En algunos países, sería conveniente que, a medida que se consolida el crecimiento, se avance más rápido en el saneamiento fiscal, a fin de reducir las presiones sobre la inflación y las tasas de interés.

En muchos países de *Oriente Medio* y en varios países de *África*, el aumento del precio internacional del petróleo ha contribuido a mejorar la situación fiscal, el saldo en cuenta corriente y otros aspectos del desempeño económico. El aumento del precio de algunos productos básicos no petroleros, como los metales, también ha favorecido el incremento de los ingresos externos en varios países africanos, si bien en otros países el bajo precio de ciertos productos (como el té, el café y el algodón), junto con las desfavorables condiciones meteorológicas (especialmente en Mozambique), han reducido las perspectivas de crecimiento. A este respecto, los directores ejecutivos reconocieron la importancia de proseguir la diversificación económica para poder reducir la vulnerabilidad de estos países a las fluctuaciones de los precios y el volumen de la exportación de productos básicos. Además, calificaron de alentador el considerable avance logrado en ambas regiones —incluidos varios de los países más pequeños

de África— en la construcción de los cimientos para un crecimiento más generalizado. En vista de los desafíos económicos y sociales que siguen sin resolver, los directores coincidieron en la necesidad de ampliar los programas de reforma, a fin de lograr un avance importante en la lucha contra la pobreza y crear un clima más favorable para el desarrollo económico.

#### *Refuerzo del crecimiento en los países más pobres*

En su examen de marzo de 2000 de las perspectivas de la economía mundial, los directores ejecutivos reiteraron su compromiso con las medidas orientadas a mejorar los niveles de vida de los sectores más desfavorecidos. Si bien, en promedio, los resultados económicos de la mayoría de los países en desarrollo en los últimos 30 años han sido insatisfactorios, los directores se mostraron complacidos, en general, con el aumento del ingreso real per cápita en muchos países pobres de Asia, especialmente en China e India y, más recientemente, en varios países de África, donde se han aplicado con éxito programas para el logro de una estabilidad razonable de los precios, un saldo fiscal prudente y un régimen cambiario viable.

Los directores ejecutivos destacaron la importancia fundamental que tienen para el desarrollo económico las instituciones que promueven el mercado y un contexto en el cual los individuos y las empresas puedan ahorrar e invertir con la certeza de poder cosechar en el futuro los frutos de su labor. Señalaron que la inestabilidad política, la guerra y la falta de un Estado de derecho constituyen un fuerte obstáculo para la creación de ese contexto y para el desarrollo en general. Los directores hicieron un llamamiento para que sigan eliminándose las distorsiones en los mercados internos mediante la supresión de los controles de precios y las subvenciones, la liberalización del comercio exterior, y la lucha contra la corrupción, con un gobierno eficaz y transparente. Advirtieron que muchos países en desarrollo necesitan también establecer mercados financieros más sólidos capaces de canalizar eficientemente el ahorro hacia las inversiones rentables. En muchos de estos países, especialmente los más pobres, también sería beneficioso asignar mayor prioridad a los programas de salud y educación para ayudar a romper el ciclo de la pobreza mediante el aumento de la productividad. Sin embargo, los directores advirtieron que no existe una fórmula única para iniciar y mantener el crecimiento económico, y que cada país deberá decidir cómo establecer los fundamentos necesarios para el logro de la prosperidad económica, mediante un esfuerzo mancomunado del gobierno y los representantes de la sociedad civil. A este respecto, subrayaron que, para lograr el éxito, es esencial que los beneficiarios se identifiquen con la reforma.

Los niveles insostenibles de deuda externa constituyen un obstáculo crucial para el crecimiento económico y el alivio de la pobreza, sobre todo en algunos de

los países más pobres. Sin un alivio considerable de la deuda serán menores los incentivos para la reforma del gobierno y para la inversión privada, y los países pueden caer en un círculo vicioso de trampa del endeudamiento y la pobreza. Los directores destacaron la oportunidad que ofrece la iniciativa reforzada para los países pobres muy endeudados (PPME), en virtud de la cual la deuda puede reducirse a niveles viables mediante una labor concertada de la comunidad internacional (véase el capítulo 5).

Los directores ejecutivos reconocieron los importantes aportes al alivio de la deuda efectuados por los países miembros y, en particular, las economías avanzadas, ya sea de manera directa o a través de los organismos internacionales. Varios directores pidieron que se invierta la tendencia descendente de la asistencia oficial para el desarrollo, advirtiendo además que el alivio de la deuda relacionado con la iniciativa para los PPME no debe considerarse un sustituto de la futura asistencia para el desarrollo. Estos directores destacaron la importancia de utilizar más eficazmente la asistencia para el desarrollo, por ejemplo, mejorando los incentivos para la reforma en los países beneficiarios y enfocando mejor la asistencia hacia las necesidades de estos países. Además, muchos directores instaron a las economías avanzadas a mejorar la eficacia de la iniciativa para los PPME mediante la reforma de su política de comercio exterior, sobre todo en áreas como los productos agrícolas y textiles, en las cuales la política actual es muy perjudicial para las oportunidades comerciales y las perspectivas de crecimiento de los países en desarrollo.

### ***Mercados internacionales de capital***

A finales de julio de 1999, los directores ejecutivos realizaron su revisión anual de la evolución y las perspectivas de los mercados internacionales de capital. Los directores también examinaron las lecciones aprendidas de la turbulencia de los mercados financieros mundiales y las crisis de los mercados emergentes registradas en 1998. Si bien las condiciones del mercado financiero habían mejorado en el año anterior, los directores subrayaron algunos riesgos e incertidumbres en las perspectivas. Se ventilaron opiniones encontradas con respecto a las lecciones de la turbulencia de 1997-98 y las iniciativas que se estaban estudiando para abordar las deficiencias de la arquitectura financiera mundial. Si bien los miembros del Directorio apoyaron, en general, los esfuerzos por mejorar la disciplina del mercado, la supervisión prudencial y la reglamentación, hubo menos consenso en torno a las medidas concretas que deben tomarse y sobre la forma de asegurar los incentivos indicados. Los directores convinieron en que los riesgos de la globalización, y la forma de abordarlos, deben seguir ocupando un lugar destacado entre las actividades de investigación del FMI.

### ***Problemas y riesgos***

En julio de 1999, el Directorio observó que la operación de los mercados internacionales de capital era mucho más favorable que en 1998, pero se mencionaron varios riesgos y factores inciertos que quedaban por resolver, siendo la actitud fragilísima. Pese a que la actividad del mercado financiero había regresado a la normalidad en muchos aspectos en los países avanzados, el financiamiento externo se mantenía particularmente escaso para muchas economías emergentes. Los diferenciales de los instrumentos de deuda externa de estos países seguían siendo muy elevados en varios casos, y los bancos que operan en el mercado internacional se mantenían alejados de los mercados emergentes. Como resultado, la volatilidad continuaba siendo alta y no habían desaparecido importantes vulnerabilidades.

La persistencia de los buenos resultados macroeconómicos de la economía estadounidense, las señales de recuperación general en Europa continental y los avances de Japón en la resolución de sus problemas macroeconómicos y financieros ofrecen buenos augurios. Los principales riesgos guardan relación con la sostenibilidad de la actual combinación de precios excepcionalmente altos de los valores bursátiles en Estados Unidos y la fortaleza del dólar de EE.UU., así como las posibilidades de que un cambio de opinión espontáneo o de nuevas medidas de política monetaria contraccionista por parte de la Reserva Federal pudieran desatar una corrección significativa en las cotizaciones de los mercados de valores. Si bien muchos miembros del Directorio confían en que los países avanzados podrán soportar una moderada corrección de la bolsa en Estados Unidos, unos cuantos no estuvieron muy seguros del grado y distribución del apalancamiento en los sistemas financieros avanzados. Esto plantea el riesgo de graves repercusiones que podrían incidir mucho en los mercados emergentes, sobre todo en los países que ya atraviesan una situación frágil.

Aunque unos cuantos directores ejecutivos expresaron su satisfacción por el aumento del precio de los bienes ocurrido en los mercados emergentes desde principios de 1999, también señalaron los riesgos que se desprenden de la continuación de las condiciones restrictivas del financiamiento externo y de que los inversionistas internacionales sigan retirando sus fondos. Este menor acceso a los mercados de capital ha ejercido severas presiones sobre varios sistemas bancarios de mercados emergentes, lo que a su vez ha contribuido al recorte del financiamiento local para los valores de las empresas nacionales, dificultándose el servicio de la deuda. Unos cuantos directores señalaron que se había observado un ciclo vicioso desde que se produjo la reestructuración unilateral de la deuda de Rusia en agosto de 1998, pues la retirada de los inversionistas internacionales de los mercados emergentes contribuyó a reducir la liquidez y elevar la volatilidad, lo que a su vez

desestimuló la participación de otros inversionistas. Si bien algunos directores ejecutivos expresaron cierta confianza en las perspectivas a corto plazo, también manifestaron dudas sobre la reestructuración que se estuviera produciendo efectivamente en las finanzas y las empresas de varios países de Asia afectados por la crisis.

#### *Turbulencia en los mercados maduros e instituciones y actividades fuertemente apalancadas*

Los directores ejecutivos examinaron los problemas sistémicos y de otro tipo que afectaban a las instituciones y actividades fuertemente apalancadas en 1998, así como las reformas que se están estudiando para frenar el exceso de apalancamiento. La acumulación de riesgos financieros que precedió a la turbulencia de 1998 planteó importantes interrogantes sobre las líneas actuales de defensa contra los riesgos sistémicos, sobre todo las deficiencias en la disciplina del mercado, la supervisión y reglamentación prudenciales y la supervisión macroprudencial. Las opiniones de los directores fueron un poco divergentes con respecto a la importancia de las diferentes líneas de defensa y las medidas para reforzarlas. Si bien unos pocos directores ejecutivos abogaron por la adopción de controles directos para los fondos de inversión de alto riesgo, la mayor parte de ellos consideró muy difícil tratar de regular directamente esos planes y respaldó los esfuerzos actuales —entre ellos los del Comité de Basilea de Supervisión Bancaria— por influir directamente sobre dichos fondos mediante un considerable refuerzo de la vigilancia de los bancos y mayor disciplina del mercado.

Muchos directores ejecutivos consideraron que la insuficiente disciplina del mercado por acreedores, segundas partes y accionistas, fue un elemento crucial de la acumulación de vulnerabilidades y apalancamientos que precedió a la turbulencia de 1998. Estos directores estimaron que dicha falta de disciplina podría obedecer a otras deficiencias, más fundamentales, que indicaban la necesidad de mejoras en la divulgación de datos financieros y la transparencia, así como un mejor alineamiento de las estructuras de incentivos internos, regulatorios y del mercado. En este sentido, varios directores consideraron que una tarea fundamental que corresponde a las instituciones financieras privadas y a la política pública es mantener los aspectos de las finanzas modernas que estimulan la eficiencia y, al mismo tiempo, reducir la tendencia del sistema a los excesos financieros y a la dinámica desbocada del mercado. Varios directores observaron que una supervisión prudencial y del mercado más previsoras podrían ayudar a detectar y evitar la acumulación de vulnerabilidades, y sugirieron que la presencia de una red de protección pública para las instituciones financieras creaba incentivos compensatorios que podrían conjurarse contra la disciplina del mercado. Algunos directores ejecutivos consideraron que en el análisis de los funcionarios po-

drían haberse estudiado más detenidamente los problemas del riesgo moral y las opciones para reducirlo; otros directores, sin embargo, no estuvieron tan seguros de que las redes de protección hubiesen dado origen al riesgo moral o hubiesen resultado excesivas. Los directores convinieron en que la capacidad para supervisar y vigilar los sistemas financieros modernos continuaría siendo crucial.

Los directores ejecutivos aplaudieron en forma unánime las propuestas de reforma encaminadas a mejorar la transparencia y la divulgación en los sectores privado y oficial. Dichas propuestas requerirían que todas las instituciones financieras —entre ellas las instituciones fuertemente apalancadas— proporcionasen más información. Un importante paso siguiente sería acordar un conjunto básico de datos sobre la exposición de las empresas al riesgo, y la frecuencia con que se deben revelar a los inversionistas del mercado, segundas partes y, de ser pertinente, a los supervisores.

Muchos directores ejecutivos señalaron que más divulgación y transparencia por sí solas tal vez no bastan para evaluar mejor el riesgo de crédito o de incumplimiento, y que se requerirían estructuras de incentivos internos para estimular a las empresas a que obtengan información y la utilicen. Varios directores consideraron que las actuales propuestas de reforma no abordan en general la necesidad de cambiar esos incentivos. En este sentido, unos cuantos directores consideraron que las revisiones propuestas para el Acuerdo de Basilea sobre el Capital constituían un primer paso hacia la corrección de posibles distorsiones regulatorias.

Varios directores ejecutivos expresaron inquietud por la posibilidad de que el actual ritmo acelerado de liberalización, innovación y globalización financieras estuviese ayudando a generar transformaciones en la índole y las fuentes del riesgo sistémico que no se comprenden completamente. Por consiguiente, plantearon la necesidad de realizar estudios adicionales sobre la forma en que las autoridades supervisoras de instituciones financieras que realizan actividades internacionales pueden mantenerse actualizadas en una economía mundial cada vez más dinámica y relacionada entre sí.

En cuanto a la dinámica del mercado, los miembros del Directorio observaron que no había respuesta clara para encontrar un mecanismo óptimo de control de los riesgos que alcance un punto medio entre la lenta adaptación a las perturbaciones que tradicionalmente ha caracterizado a una banca basada en el contacto individualizado, y el acelerado ajuste que se produce en los mercados modernos de capital. Algunos directores consideraron que la clave para evitar la turbulencia observada en el otoño de 1998 era el refuerzo de la gestión del riesgo y los procedimientos de control a fin de evitar la acumulación excesiva de apalancamiento. Otros directores ejecutivos indicaron que el uso mecánico y rígido de las prácticas de gestión del riesgo —junto con

la revaloración frecuente a los precios del mercado— podría agravar innecesariamente las tensiones del mercado financiero una vez que se haya desatado la crisis, debido a la rapidez con que se produce el reequilibrio y desapalancamiento de carteras.

Sobre la supervisión macroprudencial, varios directores ejecutivos señalaron la necesidad de comprender mejor los complejos nexos entre las políticas monetaria y financiera, en particular, la función que cabría atribuir a la abundancia de liquidez en la acumulación de apalancamiento que se produjo en 1998. Varios directores pidieron que se preste más atención a las modalidades de seguimiento del crecimiento de la liquidez mundial y, en general, a la posibilidad de que sirva como indicador anticipado de la acumulación de apalancamientos y desequilibrios, aunque unos pocos directores subrayaron la dificultad de definir y medir esos factores. Unos cuantos directores ejecutivos se preguntaron también si las autoridades nacionales estaban explotando adecuadamente las sinergias entre la supervisión macroprudencial y la supervisión individual de las instituciones financieras. Varios directores indicaron que una supervisión prudencial y del mercado más previsoras y anticíclicas podría ser importante para ayudar a evitar un apalancamiento excesivo. No obstante, algunos directores expresaron dudas por la dificultad de sincronizar correctamente las modificaciones del coeficiente de capitalización exigido y los ciclos económicos, así como las disparidades entre los ciclos económicos de las distintas regiones del mundo.

Unos cuantos directores ejecutivos señalaron que, si bien las mejoras en las líneas de defensa (gestión del riesgo del sector privado, supervisión bancaria y supervisión del mercado) deben ayudar a resolver los problemas sistémicos relacionados con el exceso de apalancamiento, no solucionarían los efectos que esas instituciones tienen sobre los mercados pequeños y medianos. Por consiguiente, varios directores plantearon la necesidad de entender mejor las condiciones en que las actividades de las instituciones fuertemente apalancadas pueden desestabilizar los mercados pequeños y medianos.

#### *Respuestas de política “fuera de lo común”*

En casos de presiones externas extraordinarias, unas cuantas autoridades nacionales han recurrido a medidas “fuera de lo común”, entre ellas la intervención oficial en los mercados de bonos y acciones y la imposición o intensificación de los controles de capital y cambiarios. Unos cuantos directores defendieron el uso de esas herramientas ante unas presiones consideradas como desproporcionadas en comparación con los parámetros económicos básicos y la actitud arriesgada de varios inversionistas, y consideraron que esas medidas no deben descartarse en situaciones excepcionales para complementar otros ajustes de política; no obstante, recono-

cieron que, a largo plazo, las medidas oficiales fuera de lo común podrían producir efectos desfavorables sobre el perfil de riesgo-recompensa de diversas inversiones en el mercado financiero. Otros directores indicaron que, en el mejor de los casos, los datos existentes sobre la eficacia y la conveniencia de estas intervenciones no eran concluyentes.

Varios directores ejecutivos consideraron que los controles de capital que Malasia adoptó fueron útiles como defensa contra la actividad especulativa futura y, en su opinión, cumplieron ese propósito. También adujeron que Malasia hizo un uso eficaz de la protección que ofrecían los controles para seguir reestructurando sus sectores bancario y empresarial. Sin embargo, otros directores observaron que el uso de controles podría resultar pernicioso para los intereses de Malasia a más largo plazo y podrían desestimular la afluencia futura de capital, y por ende instaron a otros países a tener cuidado al adoptar medidas similares.

#### *Agencias calificadoras del riesgo crediticio*

Los directores ejecutivos señalaron que las principales agencias calificadoras del riesgo crediticio se han convertido en importantes fuentes de evaluación independiente de los riesgos del crédito soberano y privado. Las calificaciones de crédito asignadas por estas agencias podrían tener un gran impacto sobre el costo del financiamiento para los prestatarios y la disposición de importantes inversionistas institucionales a mantener cierto tipo de valores. Además, ya que el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria ha propuesto que las calificaciones de crédito se conviertan en un factor fundamental para la determinación de las ponderaciones de riesgo que se asignan a las posiciones de los bancos, muchos directores ejecutivos consideraron que es probable que aumente la influencia de las agencias calificadoras del riesgo de crédito.

En vista del impacto potencial que un cambio de calificación puede tener sobre los flujos de capital destinados a los mercados emergentes, unos cuantos directores ejecutivos manifestaron su inquietud por la actuación de las principales agencias calificadoras del riesgo antes y durante las recientes crisis en mercados emergentes. Estas agencias habían introducido un factor procíclico en los flujos mundiales de capital, contribuyendo a la excesiva afluencia de capital a los mercados emergentes, así como a su abrupto cambio de sentido. Además, algunos directores observaron que las agencias no advirtieron sobre la crisis o no se basaron fielmente en los parámetros económicos fundamentales. No obstante, algunos directores señalaron que la experiencia aleccionadora para las agencias calificadoras del riesgo crediticio ha sido semejante a la que los funcionarios del FMI han obtenido en el tema de mejora de la supervisión.

Varios directores ejecutivos expresaron reservas con respecto al uso de las calificaciones de crédito, sobre



todo en el caso de la deuda soberana, para la determinación de las ponderaciones de riesgo en el caso de los préstamos bancarios, e indicaron que no existía un historial claro de exactitud de las calificaciones soberanas, y que las agencias evidentemente debían mejorar significativamente la calidad de sus análisis, sin olvidar el aumento de la interdependencia de los países y las complejidades del mercado.

## Supervisión regional

### *Comunidad Económica y Monetaria de África Central*

En una reunión celebrada en febrero de 2000, los directores ejecutivos examinaron la evolución reciente y las cuestiones de política regional de la CEMAC (Camerún, Chad, Guinea Ecuatorial, Gabón, República Centroafricana y República del Congo) y exaltaron los esfuerzos de esos países por reforzar la integración económica y allanar el camino para la creación de un mercado interno único. La creciente gama de medidas económicas formuladas e implementadas a nivel regional significa que un diálogo entre el FMI y las instituciones regionales para tratar temas de política económica podría resultar útil como complemento de la supervisión bilateral y facilitar el seguimiento de los programas respaldados por el FMI en la zona de la CEMAC.

Los directores ejecutivos observaron que, en contraste con los impresionantes progresos económicos de los miembros de la comunidad tras la devaluación del franco CFA a principios de 1994, la situación económica y financiera de la región empeoró acusadamente en 1998 y en los primeros meses de 1999. El considerable deterioro de la relación de intercambio se agravó a raíz de la pérdida de control fiscal en uno de los principales países, y la política monetaria acomodaticia del banco central regional, así como los conflictos internos que surgieron en otros dos países.

En ese contexto, los directores ejecutivos expresaron su beneplácito por la adopción por la CEMAC, en septiembre de 1999, de un conjunto de medidas regionales preparadas por el banco y tendientes a fomentar la convergencia de la política macroeconómica, la disciplina fiscal y la cooperación económica. El conjunto de medidas, junto con el repunte del precio internacional del petróleo, el aumento de la seguridad en la región y el ajuste que se lleva a cabo en los países miembros, deben ayudar a mejorar las perspectivas económicas de la región para 2000 y años posteriores. Los directores exhortaron a los gobiernos de los países miembros y a las instituciones regionales a que aprovechen la oportunidad que brinda la creación de la CEMAC para establecer un marco sólido de estrecha coordinación de las políticas fiscal y estructural con el fin de proporcionar un firme apoyo al régimen cambiario fijo común.

Los directores ejecutivos señalaron que la realineación del tipo de cambio de enero de 1994 ayudó a mejorar la situación competitiva de la región y condujo a un fuerte aumento del crecimiento del producto no petrolero y la exportación. Si bien los indicadores disponibles parecen indicar que la situación competitiva de la CEMAC se mantuvo, en general, adecuada, los directores subrayaron que esos indicadores deben vigilarse de cerca en vista de la elevada vulnerabilidad que ha demostrado la balanza en cuenta corriente. Una política macroeconómica acertada y un avance decisivo en la reforma estructural —incluida la mejora de la gestión pública— son esenciales para que los países miembros le den un fuerte impulso a la productividad, mantengan la competitividad de la región y promuevan la diversificación económica.

El sistema previsto de supervisión mutua de la política fiscal de los países miembros de la región será crucial para la estabilidad financiera de la Comunidad Económica y Monetaria de África Central. Una disciplina fiscal firme debe seguir siendo prioritaria para la totalidad de los países miembros. Los directores consideraron meritoria la propuesta de crear fondos de estabilización petrolera con miras a orientar mejor los préstamos del banco central hacia proyectos con objetivos macroeconómicos más amplios, y celebraron la intención de eliminar paulatinamente el actual mecanismo de crédito automático al gobierno (con sujeción a ciertos topes) en el contexto de la creación de un mercado regional de títulos públicos como vehículo para el financiamiento no bancario de las necesidades de crédito interno del Tesoro.

Los miembros del Directorio Ejecutivo se refirieron a los avances obtenidos por la comisión bancaria regional, COBAC, en la práctica de la supervisión bancaria en la región, pero subrayaron la importancia de concluir sin demora los programas de reestructuración bancaria en los dos países restantes de la región, y lograr la plena privatización de los bancos. Asimismo, instaron a las autoridades a seguir reforzando sus disposiciones prudenciales siguiendo los lineamientos de los principios básicos de supervisión bancaria eficaz recomendados por el Comité de Basilea y a ampliar la capacidad técnica de COBAC.

La calidad de la intermediación financiera en la región se beneficiará con un mejor funcionamiento del mercado interbancario regional, la adopción de un acuerdo para que se otorgue una sola licencia de funcionamiento a los bancos para toda la zona y el aumento de la competencia entre las instituciones financieras. Los directores ejecutivos instaron a la CEMAC a avanzar rápidamente en la creación y funcionamiento de un mercado financiero regional.

El Directorio Ejecutivo expresó su satisfacción por las importantes reformas de política comercial iniciadas en 1994 por los países de la CEMAC, en particular la

adopción de un arancel externo común y la liberalización del comercio intrarregional. Los directores instaron a las autoridades a seguir liberalizando el comercio mediante la simplificación de la estructura arancelaria, la reducción del arancel medio y la eliminación de las barreras intrarregionales subsistentes.

Los directores ejecutivos hicieron hincapié en que cualquier estrategia de integración regional y crecimiento económico que se adopte tendría que incluir la adopción de un marco jurídico y regulatorio común que fomente el desarrollo del sector privado y la inversión y la eficiente asignación de recursos, y subrayaron la necesidad de reforzar las recientes iniciativas en materia de legislación comercial, normas para la inversión y política de competencia. Los directores también subrayaron la necesidad de mejorar la producción de estadísticas puntuales y fiables a fin de reforzar la supervisión regional, e instaron a las autoridades a buscar asistencia técnica en este sentido.

Algunos directores ejecutivos manifestaron su esperanza de que los países de la CEMAC que reúnan los requisitos obtengan alivio de la deuda en el marco de la iniciativa reforzada para los países pobres muy endeudados.

### **Política monetaria y cambiaria en la zona del euro**

En los debates sobre política monetaria y cambiaria de la zona del euro realizados en marzo de 2000, los directores ejecutivos señalaron que las perspectivas a corto plazo habían mejorado con la profundización y ampliación de la recuperación, pero que el desafío fundamental para la política seguía siendo la creación de las condiciones propicias para un crecimiento acelerado y sostenido. A esos fines, los directores ejecutivos consideraron urgente la aplicación de una estrategia monetaria firmemente centrada en la estabilidad de los precios, políticas fiscales nacionales encaminadas a fomentar el ahorro público y la reacción favorable de la oferta, y la intensificación de los programas de reforma estructural.

Los directores ejecutivos felicitaron al Banco Central Europeo (BCE) por una orientación de la política favorable a la economía de la zona del euro durante 1999, sin poner en peligro la estabilidad de los precios a medio plazo. Si bien reconocieron la necesidad de retornar gradualmente a una posición más neutral a medida que el ciclo llega a su madurez, muchos directores consideraron que esa orientación favorable debe mantenerse en 2000. En particular, no vieron ninguna necesidad urgente de incrementar las tasas de interés en el futuro inmediato en vista del margen existente en los mercados de trabajo y productos, el ritmo gradual al que se está absorbiendo, la moderación generalizada de las reivindicaciones salariales y la presión a la baja de los precios derivada de la desreglamentación en secto-

res clave. Estos directores también argumentaron que la política monetaria debe tener en cuenta la necesidad de examinar con cuidado los márgenes de recursos no aprovechados, sin pasar por alto algunas señales de mejora en la relación inflación-producto en la zona del euro, como ocurrió en Estados Unidos. Algunos directores, por otra parte, consideraron que existían riesgos para la estabilidad de los precios a raíz de las alzas generadas, entre otros factores, por las generosas condiciones de la liquidez en 1999 y el aumento del precio del petróleo y de los productos básicos; consideraron que seguía existiendo la necesidad de reaccionar rápidamente ante las amenazas de inflación. Los directores convinieron por lo general en que la firmeza en la realización de las reformas estructurales ofrecía las mejores posibilidades de fomentar un crecimiento no inflacionario en la zona del euro y de mantener la confianza del mercado, y al mismo tiempo centrar la política monetaria en la continuación de la estabilidad de los precios.

El BCE ha logrado importantes avances en la divulgación de información al público sobre su estrategia y su evaluación de las condiciones económicas, pero los directores ejecutivos consideraron que una mayor transparencia en la gestión monetaria podría aumentar su eficacia. Celebraron la intención del BCE de publicar sus proyecciones macroeconómicas —incluidas las proyecciones de inflación— las cuales, sin que signifiquen una desviación con respecto a la estrategia de la política monetaria aceptada, fomentarán una mejor comprensión del proceso de formación de las opiniones del BCE sobre las perspectivas de inflación y reforzarán la vertiente creíble y previsible de la política.

En un escenario de mayor dinamismo en la actividad económica de la zona del euro y de desequilibrio en la cuenta corriente y la cuenta de capital entre las principales zonas monetarias, los directores ejecutivos convinieron en que la actual debilidad del euro no era conveniente. Subrayaron que el desfase de una reacción cambiaria ante los flujos comerciales podría agravar la estructura actual de los desequilibrios comerciales e incrementar el riesgo de un cambio abrupto de sentido en los tipos de cambio y la aparición de presiones proteccionistas.

No obstante, los directores ejecutivos observaron que las medidas de política monetaria sólo resultaban aconsejables en casos de amenaza a la estabilidad de los precios a medio plazo. En la medida en que la debilidad del euro obedezca a las posiciones cíclicas relativas de Estados Unidos y la zona del euro, así como a las inquietudes de los mercados con respecto a las rigideces estructurales que pudiesen socavar la sostenibilidad de la expansión, sería poco lo que las medidas de política monetaria podrían hacer para fortalecer la moneda si no existe una clara amenaza para la estabilidad de los

precios. En opinión del Directorio Ejecutivo, la recuperación del euro se producirá una vez que los mercados se ajusten mejor a la fortaleza fundamental de la economía de la zona del euro, se produzca una mayor convergencia cíclica entre Estados Unidos y la zona del euro y se avance más en la reforma estructural y fiscal de muchos países de la zona.

Los directores ejecutivos reconocieron los avances en cuanto al carácter sostenible de la política fiscal logrados en la fase previa a la tercera etapa de la unión económica y monetaria europea, que se inició el 1 de enero de 1999. La mayor parte de los directores ejecutivos, sin embargo, señaló que los programas de ajuste habían perdido ímpetu en 1998-99 y requerían una revitalización. Estas mejoras son necesarias para crear las condiciones que permitan a los países aplicar una política fiscal discrecional, un factor particularmente importante en el marco de la política monetaria uniforme. Estos directores ejecutivos indicaron que, si bien los programas de estabilidad actualizados para el período 2002-03 contenían, en algunos casos, propuestas de reducción de los impuestos mucho mayores que las anteriores, los programas no ofrecían, en su conjunto, suficientes mejoras en los saldos primarios estructurales y en la reducción de la presión fiscal.

En el escenario de mejora de las condiciones cíclicas, los directores ejecutivos subrayaron que unas metas manejables para 2003 deben incluir el logro del equilibrio o un superávit fiscal en todos los países de la zona del euro y una reducción de la relación entre los ingresos fiscales y el PIB de la zona. Asimismo, recalcaron la necesidad de obtener mejoras duraderas en el saldo fiscal de la mayoría de los países mediante la continuación de la reforma de la sanidad pública y la modificación de los sistemas de pensiones con el fin de garantizar una reducción duradera del gasto público. Esta austeridad en el gasto es esencial para poder reducir significativamente las tasas tributarias en comparación con sus niveles actuales, mientras que se observa prudencia fiscal y se logra el equilibrio o el superávit fisca-

les aproximados que se prevén en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento<sup>3</sup>.

Si bien los países de la zona del euro han realizado considerables avances en la reforma de los mercados de productos, servicios y capital, la estrategia de reforma de la zona aún tiene un alcance demasiado limitado. Para seguir disminuyendo el desempleo del área, los directores ejecutivos instaron a los gobiernos a acelerar la reforma del mercado laboral.

En cuanto al mercado laboral, la mayor parte de los directores consideró que muchos países debían reevaluar las condiciones que se requieren para tener derecho a recibir pagos por desempleo y asistencia social, fomentar una estructura salarial menos rígida y más diferenciada y ampliar el alcance de los programas vocacionales y de aprendizaje. En los mercados de productos y servicios, los directores ejecutivos recibieron con beneplácito los avances actuales en la privatización y desreglamentación, pero pidieron que se redoblen los esfuerzos por consolidar los efectos favorables de la competencia, refiriéndose a las amplias posibilidades que existen para seguir abriendo el acceso a sectores que siguen protegidos, así como la eliminación de las barreras administrativas para la creación de empresas y para la creación de empleo en los sectores de servicios y actividades comerciales.

Por último, algunos directores ejecutivos señalaron que la liberalización del comercio ofrecía importantes beneficios no sólo para el aumento del potencial de crecimiento mundial sino también para los países del euro mismos, en términos de las repercusiones en los precios internos, la asignación de recursos y la situación externa, e instaron a los países del euro a que permitan un mayor acceso al mercado para los productos de exportación de los países de ingreso bajo y medio, al señalar que la protección comercial, sobre todo en el sector agropecuario, continuaba siendo elevada.

<sup>3</sup>El Pacto de Estabilidad y Crecimiento, aprobado por el Consejo de la Unión Europea en junio de 1997, vela por la observación de la disciplina presupuestaria en los países miembros durante la última etapa de la UEM europea.

