

## ACTUALIDAD: El FMI ayuda a Níger

Con 2,5 millones de personas directamente afectadas por la grave escasez alimentaria de Níger, los organismos de las Naciones Unidas han solicitado ayuda a la comunidad internacional. El FMI también participa, colaborando estrechamente con donantes internacionales en la movilización de recursos adicionales e instando a los gobiernos a tomar medidas que permitan atender las necesidades inmediatas del país. Próximamente una misión del FMI visitará Níger.



Finbar O'Reilly/Reuters

235

## PANORAMA NACIONAL: La locomotora en EE.UU.

La economía estadounidense ha resistido el fuerte embate de los aumentos de precios de la energía y sigue impulsando el crecimiento en un período de atonía mundial, pero quedan tareas pendientes. Con buenas perspectivas a corto plazo, el país puede empezar a abordar algunas inquietudes del largo plazo, entre ellas la tasa de ahorro históricamente baja, y la grave subcapitalización de *Medicare* y la seguridad social, dos programas federales fundamentales.



Chris Hondros/Newsmakers

237

## PANORAMA REGIONAL: La IED en Europa sudoriental

¿Cuán importantes son las políticas acertadas para que los países puedan atraer inversión extranjera directa (IED)? No tanto como piensan algunos gobernantes, pero sí podrían resultar cruciales y sus efectos varían según el volumen de la IED más allá de un cierto nivel. Europa sudoriental, por ejemplo, ha atraído una cantidad limitada de IED. La región podría beneficiarse con políticas que estimulan la IED como la reforma de la infraestructura y una liberalización de los regímenes cambiarios y comerciales.



Bogdan Cristel/Reuters

242

## POLÍTICAS: La racionalización de la condicionalidad

El número de condiciones estructurales que conllevan los préstamos del FMI aumentó acusadamente en los años noventa, pero también aumentó el interés por que los países se identifiquen con los programas respaldados por la institución. En 2002, el FMI inició una racionalización de la condicionalidad tras un examen integral de la misma. ¿Qué resultados han producido las nuevas directrices de la condicionalidad? Todo parece indicar que se ha avanzado y que las condiciones son ahora más claras y precisas. En última instancia, el éxito de la condicionalidad dependerá de su contribución a la mejora de la economía, pero es demasiado pronto para tratar de determinar si ello ha ocurrido.

244

### EN ESTE NÚMERO

- 234 Calendario
- 234 Indicadores
- 235 Actualidad
  - Ayuda a Níger*
  - Alivio de la deuda*
  - Kato en Mozambique y Zambia*
- 237 Panorama nacional
  - La economía de EE.UU. marcha bien*
  - Austria mira hacia el Este*
- 242 Panorama regional
  - IED en Europa sudoriental*
- 244 Políticas
  - Condicionalidad del FMI*
- 246 Foro
  - Fondos de alto riesgo*
- 247 Préstamos del FMI
  - Acuerdos*
- 248 Evaluación
  - Programa de trabajo de la OEI*

# Calendario

## AGOSTO

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

### 24-2 de septiembre

Reunión Ministerial de la APEC sobre las PYMES, Daegu, República de Corea

## SEPTIEMBRE

**3** Seminario de alto nivel del FMI-Gobierno de Singapur sobre integración financiera regional, Singapur

### Directorio Ejecutivo del FMI

Véase una lista actualizada de las reuniones del Directorio Ejecutivo en [www.imf.org/external/np/sec/bc/eng/index.asp](http://www.imf.org/external/np/sec/bc/eng/index.asp).

**6-7** Seminario de alto nivel del FMI, "Financial Stability - Central Banking and Supervisory Challenges", Washington

**7** El Director Gerente del FMI, Rodrigo de Rato, visita Seúl, República de Corea

**8-9** Reunión de ministros de Hacienda de la APEC, Jeju, República de Corea

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

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

**19-23** Seminario del FMI para parlamentarios de Bosnia y

Herzegovina, Croacia, Macedonia y Serbia y Montenegro, Instituto Multilateral de Viena, Viena, Austria

**22-23** Foro mundial sobre tratados tributarios y precios de transferencia, Centro de política y administración tributaria de la OCDE, París

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

**26-30** Conferencia General del Organismo Internacional de Energía Atómica, Viena, Austria

## OCTUBRE

**4-7** Reunión del Grupo de Trabajo para la Armonización de las Prácticas Contables del Sector Público, FMI, Washington

**19** Foro del Libro, FMI, Pietra Rivoli, *Travels of a T-shirt in the*

*Global Economy: An Economist Examines the Markets, Power, and Politics of World Trade*, Washington

## NOVIEMBRE

**3-4** Sexta Conferencia Anual de Estudios Jacques Polak del FMI, Washington

**4-5** Cuarta Cumbre de las Américas, Mar del Plata, Argentina

**16-18** Cumbre Mundial sobre la Sociedad de la Información, Túnez, Túnez

**27-29** Foro Económico Mundial, Cumbre Económica sobre India, Nueva Delhi, India

## DICIEMBRE

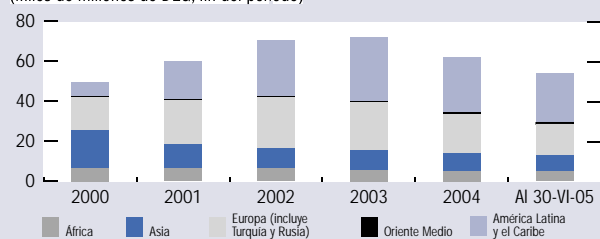
**13-18** Sexta Conferencia Ministerial de la OMC, RAE de Hong Kong

# Indicadores

## Datos financieros del FMI

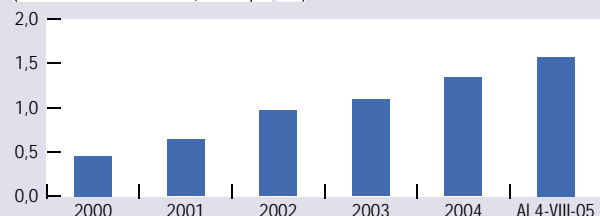
### Crédito total del FMI y préstamos pendientes de reembolso, por región

(Miles de millones de DEG, fin del período)



### Alivio de la deuda de los PPME<sup>1</sup>

(Miles de millones de DEG, fin del período)



<sup>1</sup>Desembolsos acumulados en el marco de la Iniciativa para los países pobres muy endeudados.

### Nota sobre los derechos especiales de giro del FMI

Los derechos especiales de giro o DEG son un activo de reserva internacional creado por el FMI en 1969 para complementar las reservas oficiales de los países miembros.

### Préstamos pendientes de mayor cuantía

(Miles de millones de DEG, al 30-VI-05)

#### No concesionarios

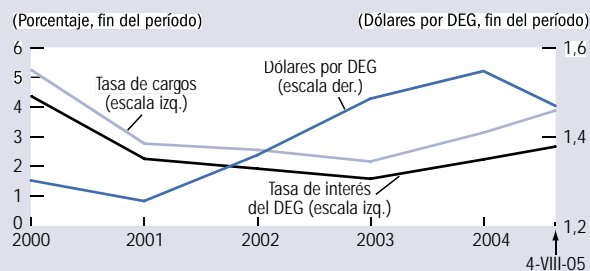
Brasil	14,21
Turquía	12,19
Argentina	7,69
Indonesia	5,85
Uruguay	1,67

#### Concesionarios

Pakistán	1,02
Zambia	0,53
Congo, Rep. Dem. del	0,49
Ghana	0,28
Tanzania	0,26

### Tasas relacionadas

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



Los DEG se asignan a los países en proporción a su cuota en el FMI. Los DEG también sirven como unidad de cuenta para el FMI y otros organismos internacionales. Su valor se basa en una cesta de monedas internacionales principales.

## El FMI se une a los planes de ayuda a Níger

**E**n las últimas semanas, la atención mundial se ha centrado en la aguda escasez de alimentos que aflige a Níger, provocada por la suma de dos desastres naturales: una sequía prolongada y una invasión de langostas. Según las Naciones Unidas, la crisis afecta directamente a unos 2,5 millones de sus 12 millones de habitantes.

Los organismos de las Naciones Unidas han solicitado donaciones por un total de US\$57,6 millones y la respuesta, lenta al principio, se concreta ahora con mayor rapidez en donaciones y ayuda, gracias a la gran atención que le han prestado los medios de comunicación.

El alivio en casos de catástrofes es responsabilidad de toda la comunidad internacional, en especial de los organismos de las Naciones Unidas, el Banco Mundial y las organizaciones no gubernamentales. El FMI también participa, trabajando en estrecha colaboración con los donantes internacionales, a fin de movilizar más recursos para superar la escasez de alimentos y prestar asistencia para el desarrollo a largo plazo. Además, la institución realiza consultas con las autoridades de Níger acerca de una serie de cuestiones relacionadas con la crisis y las ha alentado a tomar toda medida posible para atender las necesidades inmediatas, apoyando plenamente el gasto público orientado a superar la crisis alimentaria y aliviar los efectos de la sequía.

Asimismo, el FMI se ha mostrado dispuesto a aumentar el acceso de Níger al financiamiento que otorga la institución, en caso de que las donaciones resulten insuficientes. Se prevé que una misión del FMI visitará el país a finales de este mes para evaluar la situación y ayudar al gobierno a resolver la crisis alimentaria.

### Reducción de la deuda y la pobreza

La crisis alimentaria se suma a las muchas dificultades económicas del país, uno de los más pobres de África, que en los últimos años ha procurado decididamente atender las necesidades de su población. En los últimos cinco años, Níger avanzó significativamente en materia de estabilidad macroeconómica y liberalización de la economía y la comunidad internacional así lo ha reconocido, conviniendo en proporcionar un alivio sustancial de la deuda cuando Níger alcanzó, en abril de 2004, el punto de culminación conforme a la Iniciativa para los países pobres muy endeudados (PPME).

El asesoramiento del FMI a Níger se basa, sobre todo, en la estrategia para la reducción de la pobreza que trazaron las autoridades en consulta con la sociedad civil en 2002, que identifica las prioridades críticas para fortalecer el crecimiento económico y reducir la pobreza. Se centra, en especial, en el aumento del gasto en capital humano, recalando



Las donaciones y la asistencia están empezando a llegar a Níger, donde más de un quinto de la población sufre por la aguda escasez de alimentos.

el acceso que deben tener los grupos vulnerables a los servicios sociales básicos y al desarrollo agrícola. Se procura preservar la sostenibilidad fiscal, fortalecer la movilización de recursos, mejorar la gestión del gasto público y asegurar que la mayor parte de este se dedique a proyectos que beneficien a los pobres y fomenten el crecimiento.

Desde 2000, el apoyo financiero prestado por el FMI a Níger a través del servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza (SCLP) ha ascendido a US\$88 millones. El FMI también le ha proporcionado un gran volumen de asistencia técnica, sobre todo, en materia de gestión fiscal. Al igual que la estrategia, el programa respaldado por la institución se centra en la agricultura, y subraya que el país debe remediar los efectos del clima desfavorable recurriendo a los sistemas de riego indispensables. Se ha instado a las autoridades para que amplíen la base de ingresos internos y busquen un mayor apoyo de los donantes. A pesar de las donaciones relativamente grandes recibidas, se reconoce que Níger necesita recursos adicionales para avanzar hacia la reducción de la pobreza a un nivel equivalente a la mitad del actual para el año 2015, conforme a los Objetivos de Desarrollo del Milenio.

Thomas Dawson, Director del Departamento de Relaciones Externas, dijo a la prensa el 3 de agosto que, si bien las cuestiones de desarrollo a largo plazo son importantes, lo primordial en este momento para la comunidad internacional es dar “toda la asistencia posible y lo antes posible” para aliviar la crisis alimentaria y que esa, agregó, “es la intención del FMI”. ■

## El Directorio Ejecutivo del FMI reitera su voluntad de aliviar la deuda

Los directores ejecutivos del FMI reiteraron su compromiso de seguir brindando alivio de la deuda como parte del “apoyo internacional para los países de bajo ingreso, entre ellos sus miembros más pobres y muy endeudados”, manifestó el Director Gerente del FMI, Rodrigo de Rato, el 3 de agosto. Los directores recalcaron que la propuesta del grupo de los ocho (G-8) de cancelar la deuda de los países pobres muy endeudados (PPME) sería de gran ayuda para completar el proceso de alivio de la deuda de estos países, ya que le permitiría al Fondo ofrecer un financiamiento adicional de la balanza de pagos, lo que a su vez liberaría recursos para apoyar los Objetivos de Desarrollo del Milenio, indicó De Rato.

En el debate, los directores subrayaron que el alivio de la deuda debe planearse y ejecutarse con esmero a fin de que produzca beneficios reales. Hubo un claro consenso entre los directores, según De Rato, en cuanto a la importancia de preservar la capacidad del Fondo para brindar respaldo financiero en condiciones concesionarias a los países miembros de bajo ingreso y conservar el principio de uniformidad en el trato que

se da a todos ellos. El personal técnico del FMI estudiará las “posibles modalidades de implementación de la propuesta del G-8” que servirán como base para las deliberaciones del Directorio Ejecutivo del FMI, previas a las Reuniones Anuales del FMI-Banco Mundial a celebrarse el 24 y 25 de septiembre.

El debate del 3 de agosto brindó a los directores la oportunidad de analizar más detenidamente las repercusiones financieras, jurídicas y de política de la propuesta del G-8 para el FMI, y complementó sus esfuerzos actuales para incrementar su labor en los países de bajo ingreso, que incluyen propuestas como la de un mecanismo no financiero para apoyar políticas en esos países y la creación de una facilidad financiera para ayudarles a hacer frente a los shocks exógenos. Además, el Directorio Ejecutivo está buscando financiamiento para que el FMI pueda seguir otorgando préstamos concesionarios al amparo del servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza. ■

El texto completo de la declaración del Director Gerente del FMI, Rodrigo de Rato, puede consultarse en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## Kato destaca los avances en Mozambique y Zambia

En su visita a Mozambique del 24 al 27 de julio, el Subdirector Gerente del FMI, Takatoshi Kato, elogió la labor del Centro de Investigação em Saúde de Manhiça, un instituto de investigaciones de salud que desarrolla estudios pioneros sobre las enfermedades más críticas de la región y ayuda a mejorar las condiciones de salud en Mozambique. Kato dijo a los reporteros que el FMI está muy interesado en las enfermedades endémicas, como el paludismo, el VIH/SIDA y la tuberculosis, las cuales han perjudicado seriamente a las economías de África.

En sus reuniones con el Presidente Armando Guebuza, la Primera Ministra Luisa Diogo, y otros altos funcionarios, Kato felicitó al país por sus impresionantes avances en los últimos años, y señaló que las buenas políticas macroeconómicas crearon una sólida base para el crecimiento de la economía a un nivel medio del 8% anual, una tasa “superior a la de los demás países de la región”, y el descenso de las tasas de inflación. Añadió que, para mantener estos resultados, Mozambique debe reforzar la captación de ingresos y efectuar reformas de segunda generación centradas en el refuerzo de las instituciones y la eliminación de obstáculos para la actividad del sector privado, a fin de obtener una reducción duradera de la pobreza y alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio.

En la segunda etapa de su viaje, Kato se reunió con el Presidente de Zambia, Levy Mwanawasa, el Ministro de Hacienda, Ng'andu Magande, otros altos funcionarios, e integrantes de la comunidad empresarial y de donantes, el Parlamento y la sociedad civil, elogió los “admirables avances” de los últimos años y subrayó el “firme apoyo del FMI para el empuje y el sentido general de las políticas aplicadas”, en particular el interés por abordar las necesidades sociales y mejorar las condiciones para la inversión y el crecimiento.

Para el futuro, Kato recalcó la necesidad de mantener controlado el gasto público, sobre todo en el resto de 2005 y en 2006, a fin de mantener la estabilidad macroeconómica y también destacó la necesidad de reformas que creen un ambiente propicio para el desarrollo del sector privado, entre ellas la mejora de la gestión del gasto público y la responsabilidad financiera, la reforma del sector financiero y el buen gobierno. ■



Un funcionario del Centro Manhiça dialoga con el Subdirector Gerente del FMI, Takatoshi Kato (izq.).

Joaquín Carlos Mejía para el FMI

El texto completo, en inglés, de las observaciones finales de Takatoshi Kato en Mozambique y Zambia puede consultarse en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## EE.UU.: La locomotora encarrilada, pero hay curvas por delante

La economía estadounidense ha sabido resistir la fuerte subida del precio de la energía, y su expansión y bajas tasas de interés han impulsado la economía mundial en un momento de estancamiento global. Como observó hace poco el Directorio Ejecutivo del FMI, este crecimiento a corto plazo deja a Estados Unidos en una buena posición para empezar a resolver algunos de sus problemas a largo plazo, como la histórica baja tasa de ahorro nacional y el grave déficit de sus sistemas *Medicare* y de seguridad social.

Como señalan algunos indicadores, el crecimiento económico de Estados Unidos sigue en marcha. Aunque la economía se desaceleró en los últimos trimestres, el crecimiento sigue siendo superior al potencial y parece que se acelerará en el segundo semestre. El gasto de los hogares ha sido sólido, alimentado por la subida de los precios de los activos, las bajas tasas de interés, el aumento de los ingresos y la mejora del empleo. El crecimiento sigue siendo generalizado y la inversión se ha recuperado gracias a las bajas tasas de interés y al aumento de las utilidades de las empresas. En el mercado laboral se observan algunas señales de sobrecalentamiento, a pesar de un desempleo de sólo el 5%. La inflación es baja, aunque en los últimos meses el aumento del precio de la energía ha hecho que la inflación global de precios al consumidor sea del 2½%.

Probablemente la economía mundial siga beneficiándose del impulso norteamericano. Se estima que las importaciones netas de este país han aumentado el crecimiento del resto del mundo en un ¼% desde 2001. Las condiciones financieras favorables han contribuido a reducir las primas de riesgo de las tasas de interés y sus *spreads*, y han fomentado la actividad en numerosos mercados emergentes.

### Flujos financieros poco habituales

Esta expansión se ha visto marcada por varios desequilibrios internos y externos poco habituales —y más bien insostenibles— que se caracterizan por:

- **Un déficit en cuenta corriente sin precedentes.** En los últimos años, la economía estadounidense ha superado a la de la mayoría de sus socios comerciales, pero el déficit en cuenta corriente ha alcanzado un 6½% del PIB, frente a una media del 2% en las dos últimas décadas. A pesar de la devaluación del dólar en los últimos años, la demanda de importaciones sigue siendo sólida y el alto precio del petróleo contribuye igualmente a este déficit.

- **Entrada masiva de capitales extranjeros.** La contrapartida de este déficit elevado ha sido la entrada masiva de capitales extranjeros, de modo que sus obligaciones internacionales netas superan el 20% del PIB, un nivel excesivo para un gran país industrializado.

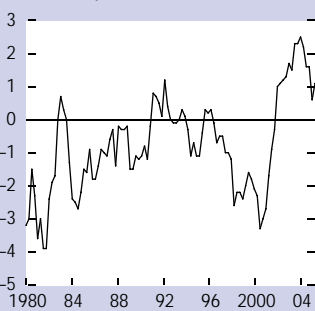
- **Un endeudamiento neto sin precedentes de las empresas.** Las empresas han empleado sus utilidades para reforzar sus balances, lo que, junto con la gran entrada de capital, ha contribuido a mantener las tasas de interés a largo plazo.

- **Importante endeudamiento del sector público.** Los recortes de impuestos y los aumentos del gasto público en los últimos años han convertido al sector público en un gran deudor y el presupuesto federal registró un déficit del 3½% del PIB en 2004. Sin embargo, el crecimiento de los ingresos probablemente reducirá este déficit a mediano plazo.

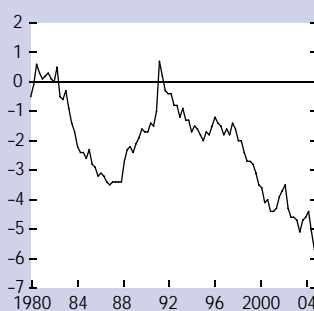
- **Baja tasa de ahorro de los hogares.** La tasa de ahorro de los hogares acaba de llegar a cero, un mínimo sin precedentes. Aunque obedece en parte a la mejora de los mercados de activos (que tienden a reducir el incentivo a ahorrar parte

### Flujos poco habituales (porcentaje del PIB)

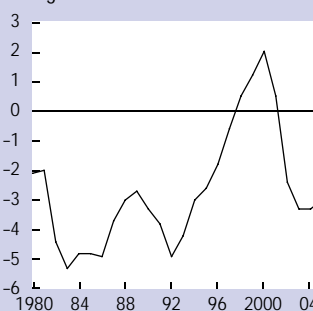
El alto nivel de préstamo neto de las empresas . . .



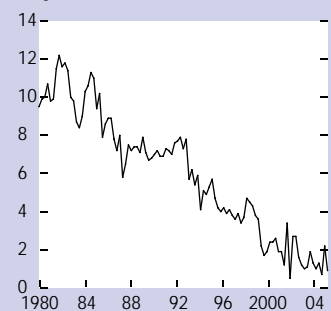
y el aumento del déficit en cuenta corriente . . .



han financiado los elevados déficit del gobierno federal . . .



y la baja tasa de ahorro de los hogares.



Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales y Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de Estados Unidos.

de los ingresos personales), esta tasa no concuerda con los ingresos y riqueza actuales.

Por ello, la economía estadounidense tiene la particularidad de que el ahorro extranjero y las utilidades de las empresas nacionales financian el gran déficit público y el fuerte consumo de los hogares (véase el gráfico de la página anterior). No obstante, la economía nacional puede obtener buenos resultados en los próximos años, gracias al aumento de la productividad —que a pesar de haber aflojado a medida que avanzaba la recuperación— sigue siendo superior a las tendencias a largo plazo. Si no hay imprevistos, crecerá casi el 3½% en 2005 y 2006, ligeramente superior a su potencial. Esto debería permitir reequilibrar algunos flujos financieros internos. No obstante, se prevé que el déficit en cuenta corriente se mantendrá en el 6% del PIB, pues la creciente deuda externa y el aumento de las tasas de interés pesan cada vez más sobre los ingresos.

En cuanto a las políticas, estas siguen concentrándose en eliminar estímulos. La Reserva Federal, que redujo fuertemente la tasa de interés durante la desaceleración, cambió de rumbo al desaparecer los riesgos de deflación. Desde mediados de 2004 han subido las tasas en 2¼ puntos porcentuales y los mercados esperan nuevos recortes en los próximos meses. El Gobierno también se ha comprometido a reducir el déficit público a menos del 2% del PIB para 2009, mediante rigurosos

## Se prevé un firme crecimiento

Se prevé que el impulso del crecimiento en Estados Unidos continúe en 2006 y el déficit en cuenta corriente se estabilice en torno al nivel actual.

	2002	2003	2004	2005	2006
				Proyecciones	
	(Crecimiento en porcentaje)				
PIB real	1,9	3,0	4,4	3,5	3,6
Consumo de los hogares	3,1	3,3	3,8	3,7	3,4
Tasa de desempleo (porcentaje)	5,8	6,0	5,5	5,2	5,2
	(Porcentaje del PIB)				
Déficit del gobierno federal	-2,4	-3,3	-3,3	-3,0	-2,8
Balanza en cuenta corriente	-4,5	-4,8	-5,7	-6,2	-6,1

Fuente: IMF Country Report No. 05/257.

recortes de gasto y el mantenimiento de las rebajas de impuestos anteriores. Además, un grupo de asesores del Presidente elaborará propuestas para racionalizar el sistema tributario y reforzar los incentivos al ahorro e inversión de los particulares.

Las condiciones del sector financiero siguen siendo favorables al crecimiento económico. Las acciones han subido, las tasas de interés a largo plazo se mantienen bajas, la capitalización y rentabilidad de los bancos son buenas, y los indicadores de la calidad del crédito se mantienen sólidos. A pesar del fuerte aumento de la vivienda en muchas regiones, la titulización de las hipotecas ha diversificado los riesgos, limitando los riesgos sistémicos del sector financiero (véase el recuadro). La solidez del mercado de la vivienda ha permitido endurecer la vigilancia regulatoria de los préstamos hipotecarios y residenciales.

## ¿Se ha estabilizado el mercado estadounidense de la vivienda con la titulización de las hipotecas?

Los precios reales de la vivienda en muchas regiones estadounidenses han aumentado más rápidamente que los ingresos personales y los alquileres. En 2005, los crecientes indicios de actividades especulativas —incremento de la compra de segundas residencias y de hipotecas donde se aplaza el reembolso del principal— han preocupado a las autoridades originando un debate sobre una posible corrección del mercado a corto plazo.

Para comprender mejor los riesgos macroeconómicos subyacentes, el FMI ha estudiado la influencia de la estructura de las hipotecas en el mercado inmobiliario, observando que el paso del financiamiento bancario al del mercado —particularmente el desarrollo de un mercado nacional de hipotecas titulizadas— ha distribuido el riesgo y puede reducir la amplitud de las oscilaciones de los ciclos financieros, disminuyendo la volatilidad de la construcción y de los precios.

### ¿Qué ha cambiado?

Hasta finales de los años ochenta, las hipotecas eran una operativa local, y muchas figuraban en los balances de los depositarios locales durante su vigencia. El crédito hipotecario dependía de las condiciones financieras locales, como el nivel de los depósitos y de capital en bancos y cajas de ahorro. Sin embargo,

tras la crisis sufrida por estas en los años ochenta, el mercado hipotecario cambió drásticamente y su financiamiento pasó de local a nacional al titulizarse las hipotecas, acabándose así con el vínculo entre los balances de los depositarios y los flujos de las hipotecas, y reduciéndose la amplitud de los ciclos crediticios.

Los cambios estructurales del mercado hipotecario coincidieron con una menor volatilidad de la construcción (véase el gráfico de la siguiente página). Las inversiones en vivienda mostraban ciclos extremos antes de los años noventa, aumentando hasta un 40% o más en épocas de expansión y descendiendo igualmente durante las recesiones. Esta volatilidad cíclica ha disminuido considerablemente y la construcción crece con más estabilidad.

### Aspectos fundamentales de la vivienda

Los precios de la vivienda han sufrido una convergencia similar durante este período, gracias a la titulización y a la mayor estabilidad de las condiciones crediticias. Como las hipotecas sufrían fuertes oscilaciones financieras (parcialmente regionales) antes de los años ochenta, ni siquiera los compradores solventes podían obtener un crédito. Por ello, los hogares podían pagar

## El futuro

El Directorio Ejecutivo del FMI observa perspectivas favorables, en general, para la economía estadounidense (véase el cuadro de la página anterior). Anota algunos riesgos, como la subida de los precios del petróleo (que podría comenzar a afectar más gravemente la demanda interna) y un déficit en cuenta corriente que seguirá siendo elevado a mediano plazo.

En vista de que el crecimiento, ligeramente superior a su potencial, reduce lentamente la atonía económica y las tasas de interés son bajas, los directores consideran que la reducción gradual de los estímulos monetarios de la Reserva Federal es eficaz y apropiadamente balanceada para alcanzar la estabilidad de los precios y el crecimiento. Asimismo, señalan que un elemento clave de este éxito ha sido acompañar la subida de las tasas de interés con claras advertencias de que podrían adoptarse medidas más severas si continúa la presión sobre los precios.

El Directorio Ejecutivo aplaudió el compromiso de las autoridades estadounidenses de reducir el déficit, así como la mejora de los ingresos fiscales. La mayor parte de los directores adujo que la actual fortaleza cíclica de esta economía ofrece una buena oportunidad para acelerar la consolidación fiscal, que sigue siendo crucial en vista de las presiones que sufren los programas de prestaciones a medida que la generación de la postguerra comienza a jubilarse. A este respecto, la mayor parte de los directores consideraron que deben explo-

rarse modos de incrementar los ingresos —como ampliar la base de los impuestos sobre la renta, el consumo o la energía— debido a la estricta disciplina de gasto que ya incorporan las proyecciones presupuestarias.

La consolidación fiscal también contribuirá a elevar el ahorro nacional, una de las prioridades del Gobierno y una de las preocupaciones del Directorio Ejecutivo, que considera que la bajísima tasa de ahorro será un desafío clave en el futuro.

Los directores señalan que serán necesarios nuevos esfuerzos en otras partes del mundo para aplicar la estrategia acordada para reducir los desequilibrios mundiales y recalcan la necesidad de corregir los graves déficit de los principales programas de prestaciones, que es la clave para recuperar su sostenibilidad a largo plazo. Puesto que se prevé que el gasto de salud se multiplicará por tres (en términos de proporción del PIB) en las próximas décadas, piden nuevas medidas para mejorar la eficiencia del sistema. Los directores también elogian el apoyo concedido por el Gobierno a las medidas para hacer sostenible el régimen de la seguridad social y subrayan que si se retrasan las medidas legislativas simplemente aumentarán los ajustes necesarios. ■

Kornélia Krajnyák y Martin Mühleisen  
FMI, Departamento del Hemisferio Occidental

una prima superior al valor de su vivienda en momentos de fácil financiamiento y viceversa. El mercado de hipotecas titulizadas ha reducido la volatilidad de los flujos crediticios y el incentivo para estos pagos “en exceso” o “en defecto”, disminuyendo quizá la variación de los precios.

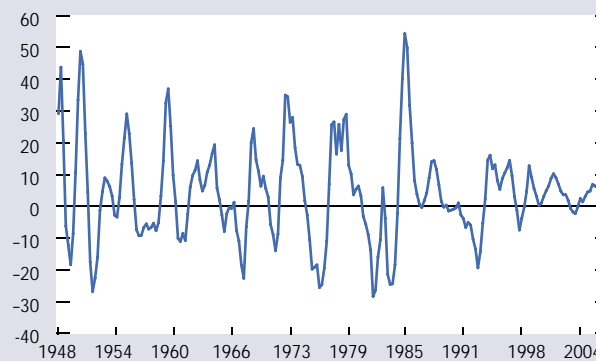
Los datos empíricos ratifican esta hipótesis. El vínculo entre los parámetros fundamentales —tasas de interés, ingresos y desempleo— y los precios de la vivienda se han fortalecido desde mediados de los años ochenta, pues los primeros explican buena parte de la variación de los segundos entre 1990–2004 a diferencia de períodos anteriores. La parte no explicada de la evolución de los precios (“errores de precio”) se ha reducido en este período, lo que indica que esta reducción se debe a la titulización hipotecaria y no a una reducción generalizada de la volatilidad macroeconómica.

Este análisis debe disipar algunas preocupaciones sobre el futuro del mercado de la vivienda, indicando que los errores de

### La inversión en viviendas se ha estabilizado

Antes de la década del noventa, la inversión real en vivienda en EE.UU. era muy volátil, con ciclos de auge y caída del 30% y más.

(Variación porcentual)



Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos.

precio no son muy amplios, y que el aumento de los ingresos, el empleo y las bajas tasas de interés explican gran parte de la subida reciente de los precios. Además, este crecimiento superior a la media ocurre tras 10 años de malas sorpresas, particularmente en las costas, lo que puede implicar que dicho aumento en parte se deba a una recuperación de los precios más acorde con los parámetros fundamentales.

Calvin Schnure  
FMI, Departamento del Hemisferio Occidental

Este artículo se basa en el IMF Country Report No. 05/258, titulado *United States: Selected Issues*. Pueden adquirirse ejemplares al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 248. El texto completo, en inglés, puede consultarse en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## Austria mira hacia el Este

Ubicada en el corazón de Europa, Austria puede acceder a varios mercados, desarrollados y emergentes. Los fuertes lazos históricos con Alemania le han permitido un crecimiento relativamente estable y un amortiguador contra las perturbaciones externas. Sin embargo, están apareciendo señales de que la economía austriaca depende cada vez menos de Alemania, al tiempo que refuerza sus lazos con las economías en pleno crecimiento de Europa central y oriental.

Las perspectivas económicas austriacas sufren una influencia cada vez mayor de sus cambiantes relaciones económicas y financieras internacionales. Sus crecientes lazos económicos y financieros con Europa central y oriental le han permitido diversificar su economía y protegerse de la evolución poco favorable de Europa occidental, especialmente de Alemania. De hecho, Austria es probablemente uno de los antiguos Estados miembros de la Unión Europea (la "UE-15") que más se ha beneficiado de la transición a la economía de mercado de Europa central y oriental, y de la posterior adhesión de sus diez nuevos Estados miembros.

El interés precoz mostrado por Austria en la construcción de relaciones económicas y financieras con Europa central y oriental, especialmente en el sector bancario, industrial y del transporte, está dando sus frutos, pues ha incrementado sus contactos con una zona europea de rápido crecimiento y ha reducido la dependencia de sus socios tradicionales. Esta diversificación de la economía probablemente consolidará el crecimiento económico y la estabilidad en el futuro.

### La conexión austro-alemana

El producto de Austria creció a un ritmo medio del 2,2% anual durante los últimos diez años; esto concuerda con el crecimiento medio en la zona del euro (véase el gráfico). Pero en los últimos años, el crecimiento real de su PIB ha superado al de otros países de dicha zona. Entre 2002 y 2004, su PIB real aumentó una media de 1,6% al año, comparado con el 0,6% en Alemania y el 1,2% en la zona del euro.

Durante décadas, la evolución de la economía austriaca estuvo estrechamente relacionada con la situación económica de Alemania, especialmente el comercio. Austria tenía mucho que ganar estando tan cerca de una economía grande y próspera. En los últimos 20 años, sus exportaciones a Alemania expresadas en dólares constantes se triplicaron, representando algo menos del 13% del PIB en 2004, casi el doble que a principios de los años ochenta. Hoy en día, Alemania sigue siendo holgadamente el mayor socio comercial de Austria, pues absorbe el 31% de sus exportaciones.

El porcentaje del PIB que representan las exportaciones austriacas a Alemania sigue aumentando, pero la intensidad de este comercio ha disminuido tras la diversificación de los socios comerciales de Austria. El porcentaje de las exportaciones totales que se destina a Alemania ha tendido a disminuir desde principios de los años noventa. La intensidad comercial general (exportaciones e importaciones) con

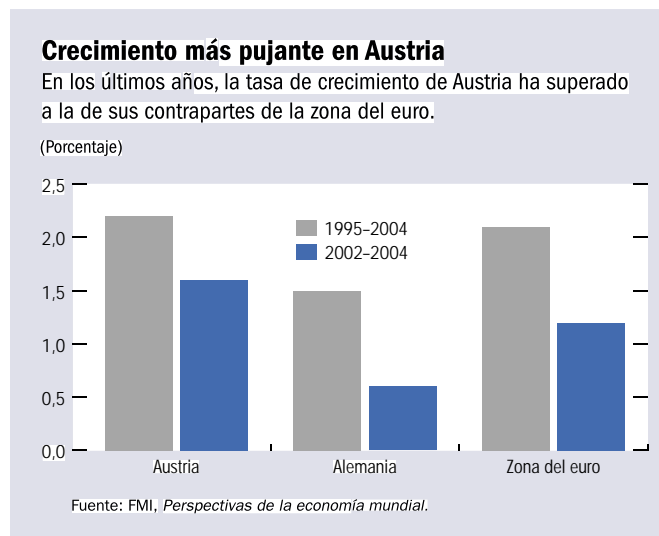
Alemania también tiende a la baja, aunque el porcentaje de las importaciones alemanas se ha mantenido relativamente estable.

### Disminuye la sincronización

Los ciclos económicos de Alemania y Austria parecen menos sincronizados que antes. Las estimaciones de los movimientos conjuntos entre los agregados macroeconómicos austriacos y la economía alemana indican que ha disminuido la correlación entre las tasas de crecimiento de ambas

economías. Por ejemplo, la correlación entre el crecimiento real del PIB de Austria y de Alemania durante periodos continuos de 10 años ha descendido ligeramente en los últimos años.

Más revelador resulta el pronunciado descenso, registrado desde finales de los años noventa (véase el gráfico de la siguiente página), en la correlación durante periodos continuos de 10 años entre las tasas de crecimiento del PIB de Austria y la demanda interna alemana. Esta evolución refleja la divergencia entre las tasas de crecimiento de la economía austriaca, cuya media fue de 1,6% entre 2002 y 2004, y la demanda interna alemana, que se ha contraído durante los últimos tres años.





## La mirada al Este

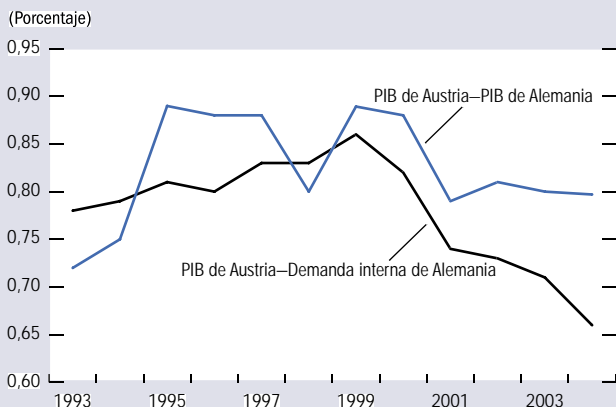
Los resultados económicos austriacos están cada vez más influenciados por los crecientes lazos económicos y financieros con Europa central y oriental, que le abren mercados importantes. La inversión extranjera directa (IED) de Austria en la región ha desempeñado un papel importante en la integración, pues ha crecido considerablemente en los últimos 10 años hasta alcanzar un total acumulado de casi 16.000 millones de euros. La IED anual de Austria en Europa central y oriental ahora representa el 2% de su PIB.

El papel de la IED de Austria ha sido especialmente importante en el sector financiero. La participación del mercado de los bancos austriacos en los activos totales de Europa central y oriental ha alcanzado casi el 20%, y en algunos países es incluso mayor. Además, los tres mayores bancos austriacos obtuvieron en 2004 más del 40% de sus utilidades antes de impuestos de operaciones en esta región.

Los lazos más estrechos de Austria con Europa central y oriental parecen coincidir con una menor dependencia de la situación económica alemana. En el aspecto comercial, la participación en el mercado de las exportaciones austriacas correspondiente a Alemania ha pasado de casi un 40% en 1992 a aproximadamente el 32% en 2004. En cambio, la participación de Europa central y oriental en el mercado de las exportaciones austriacas prácticamente se duplicó hasta alcanzar el 15% (véase el gráfico de la derecha). Además, aunque los indicadores de coevolución entre Austria y Alemania han perdido fuerza, la correlación entre los agregados macroeconómicos de Austria y las principales economías de

### Austria y Alemania: Divergencia en el crecimiento

La baja correlación entre el crecimiento de Austria y la demanda interna de Alemania ha marcado la divergencia en el crecimiento<sup>1</sup>.



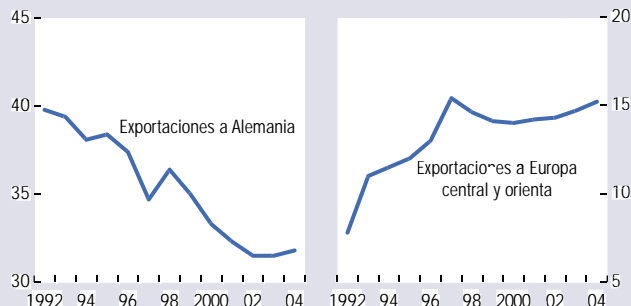
<sup>1</sup>Correlación móvil a 10 años.

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

### Los mercados de Europa central y oriental cobran más importancia

Las exportaciones de Austria a Alemania han caído cerca de 8 puntos porcentuales y a Europa central y oriental casi se han duplicado.

(Porcentaje de las exportaciones totales de Austria)



Nota: La región de Europa central y oriental comprende los siguientes países: Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Hungría, Polonia, la República Checa, la República Eslovaca y Rumanía, y representa el grueso de las relaciones comerciales y de inversión de Austria.

Fuente: FMI, *Direction of Trade Statistics*.

Europa oriental (particularmente Hungría, principal socio comercial de Austria entre los países centroeuropeos) parece indicar un incremento constante de la sincronización de los ciclos económicos en los últimos años.

El hecho de que Austria haya podido mantener tasas de crecimiento positivas, especialmente cuando al mismo tiempo se contraía la demanda interna alemana, es un testimonio de la resistencia y flexibilidad de su economía y de su capacidad para reorientarse hacia zonas de mayor crecimiento potencial. Las empresas austriacas han estado mirando no sólo hacia Europa central y oriental, sino también, en los últimos años, hacia Europa sudoriental con miras a diversificar sus oportunidades comerciales y de inversión.

No obstante, es demasiado pronto para juzgar si se trata de un proceso temporal o de un cambio estructural más permanente. Una vez que las economías en transición hayan madurado y dejen de atraer tantas nuevas inversiones y exportaciones, es posible que Austria vuelva a intensificar sus relaciones comerciales con Alemania y otras economías de Europa occidental. ■

Natan Epstein  
FMI, Departamento de Europa

Este artículo se basa en el IMF Country Report No. 05/249, titulado *Austria: Selected Issues*. Pueden adquirirse ejemplares al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 248. El texto completo, en inglés, puede consultarse en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## Europa sudoriental atrae inversión extranjera directa

Las autoridades económicas que intentan atraer inversión extranjera directa (IED) a su país a menudo exageran lo que pueden lograr con sus políticas. Un documento de trabajo del FMI confirma que algunos factores fuera de su alcance son tan importantes como las políticas. No obstante, estas son importantes y en el documento se discute qué influye y qué no sobre la IED. Asimismo expone que, a partir de cierto nivel de inversión extranjera, algunas políticas pierden importancia, mientras que otras ganan. El documento calcula la “IED potencial” y la compara con la IED real para ofrecer a las autoridades expectativas más realistas de lo que pueden lograr con las políticas correctas.

Las ventajas de la IED para el país receptor son evidentes: transferencia de conocimientos y tecnología, incremento de la productividad y la competencia, y mejor acceso para sus exportaciones, particularmente en el país de origen. Pero la IED también puede tener aspectos negativos. Las grandes empresas extranjeras intentan obtener concesiones del gobierno del país receptor y a veces abusan de su posición dominante en el mercado o utilizan precios de transferencia para reducir sus obligaciones tributarias. Sin embargo, se considera que sus ventajas superan los costos, especialmente en las economías en transición con grandes necesidades de reestructuración y modernización, y poco capital y otros recursos internos.

### ¿Por qué está rezagada Europa sudoriental?

La experiencia definitivamente desigual de las economías europeas en transición ofrecen un interesante caso de estudio (véase el gráfico). Algunos países centroeuropeos, como Hungría y la República Checa, han logrado atraer grandes inversiones extranjeras, que se situaban entre US\$4.000 y US\$4.500 por habitante a finales de 2003. Otros, especialmente los países de Europa sudoriental (Albania, Bosnia y Herzegovina, Croacia, la ex República Yugoslava de Macedonia (RYM), Serbia y Montenegro, Bulgaria y Rumania) han tenido menos éxito, pues algunos sólo han alcanzado un nivel de US\$500 de IED por habitante. Si medimos la IED en términos absolutos o por habitante, la diferencia entre Europa central y Europa sudoriental se mantiene y resulta significativa.

¿Cómo se explica este fenómeno en los países de Europa sudoriental —una región que apenas figura en la literatura actual— y qué pueden hacer las políticas al respecto? Para examinar esta cuestión, el estudio reunió una base de datos sobre los saldos y flujos bilaterales de la IED entre 15 países receptores (de Europa central, oriental, sudoriental y el Báltico) y 24 países de origen (los 15 Estados miembros de la UE antes de la ampliación, así como Croacia, Chipre, la República Checa, Hungría, Polonia, Rusia, Eslovenia, Suiza y Estados Unidos). Las economías avanzadas de Europa central y oriental receptoras de la IED en los años noventa y que han realizado recientemente inversiones extranjeras figuran en ambos grupos.

### La fuerza de gravedad

Todos los estudios empíricos anteriores observaron que los factores de gravedad (tamaño del mercado del país receptor y cercanía al país de origen) son los más decisivos para la

IED. El estudio se basa en la población —por sí sola o junto con el PIB por habitante— para representar el tamaño del mercado, la distancia entre las capitales del país de origen y el receptor como medida de la proximidad geográfica y una variable ficticia para la “proximidad cultural o histórica”, y confirma que los factores de gravedad explican el 60% de los flujos de la IED entre los distintos países. Esto hará pensar a las autoridades que desean que sus países sean más atractivos para los inversionistas extranjeros, pues factores que no controlan —tamaño, ubicación e historia

del país— explican más de la mitad de las variaciones de la inversión extranjera.

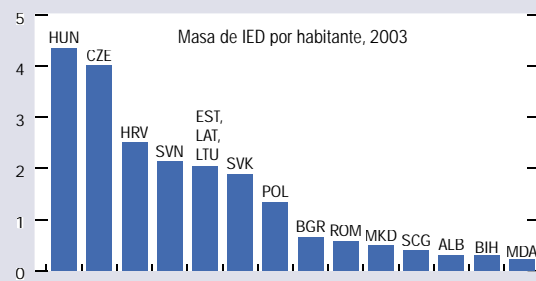
### La importancia de las políticas

Los políticos responsables pueden adoptar medidas para mejorar el atractivo de sus países para la IED. El estudio descubrió que los altos costos de la mano de obra, los elevados impuestos sobre las empresas y, en menor medida, los aranceles elevados ahuyentan la inversión extranjera, mientras los regímenes cambiarios y comerciales liberales, y la reforma del sector público, como la desregulación para incrementar la competitividad, la estimulan. En cambio, las exenciones fiscales y la corrupción interna no parecen tener un impacto

### Adelantados y atrasados

Los países de Europa sudoriental han atraído menos IED que sus vecinos de Europa central, en cifras per cápita.

(Miles de dólares de EE.UU.)



Nota: ALB: Albania; BIH: Bosnia y Herzegovina; BGR: Bulgaria; HRV: Croacia; CZE: la Rep. Checa; EST: Estonia; HUN: Hungría; LVA: Letonia; LTU: Lituania; MKD: la ex Rep. Yug. de Macedonia; MDA: Moldova; POL: Polonia; ROM: Rumania; SCG: Serbia y Montenegro; SVN: Eslovenia; SVK: la Rep. Eslovaca. Fuente: UNCTAD.

estadístico significativo. Sin embargo, los resultados de las variables institucionales deben interpretarse con cautela, ya que los indicadores utilizados no siempre son precisos.

En su conjunto, estos resultados permiten evaluar las políticas destinadas a atraer inversiones extranjeras y destacan los límites de lo que puede lograrse con estas políticas; por ejemplo, el énfasis que hacen las instituciones financieras internacionales y las autoridades económicas de Europa sudoriental y otros países en la liberalización del comercio y del régimen cambiario, y en el control de los costos de la mano de obra. Los resultados del estudio indican que estas políticas pueden tener un efecto directo sobre la IED. Por otra parte, los esfuerzos para mejorar la gestión y luchar contra la corrupción pueden no tener un impacto *directo* sobre la IED, a pesar de sus beneficios para la economía en general. No obstante pueden estimular *indirectamente* la inversión extranjera —y todo tipo de inversión— gracias a sus efectos positivos para la economía.

Identificar las políticas más eficaces para atraer inversiones extranjeras en una muestra amplia de países no es todo. El efecto que dichas políticas tienen sobre la IED depende de las circunstancias de cada país. El estudio emplea una técnica cuantitativa para medir los “efectos umbral” y señala que las políticas tienen diferentes efectos una vez que la IED supera un nivel del 12% del PIB (sin incluir los ingresos de la privatización), como el alcanzado en Polonia en 2003 (véase el gráfico de esta página). Si la IED es inferior a ese nivel, las variables de gravedad y los costos de la mano de obra son los factores predominantes de la inversión extranjera. Conforme la IED supera ese nivel, la importancia de estos factores disminuye y aumenta la del nivel de ingresos y otros factores institucionales del país receptor.

Esto indica que el carácter de la inversión extranjera cambia con la cantidad que recibe el país. La primera ola de inversión extranjera se debe sobre todo al tamaño del mercado, la facilidad de acceso y el costo de la mano de obra. Pero una vez que se alcanza una “masa crítica”, aparece un nuevo tipo de inversionista que se fija más en el nivel de desarrollo, el entorno económico y la prosperidad del país receptor.

### Lo que pueden lograr las políticas correctas

Incluso si las autoridades saben cómo atraer la IED, los criterios que utilizan están limitados. No es posible abolir los

impuestos o los aranceles, aunque fuera beneficioso. En el mundo real, las autoridades suelen observar y emplear como referencia las mejores políticas de sus vecinos y competidores.

Para calcular el efecto de las políticas sobre la IED, el estudio distingue entre variables exógenas —factores de gravedad— y variables endógenas, que controlan las autoridades económicas. Define un nivel “potencial” de IED para cada país con los valores reales de las variables exógenas (tamaño, ubicación y lazos culturales con los países de origen) y los valores de las variables políticas de toda la muestra de países. En otros términos, identifica el valor más alto de los índices de cambios, de liberalización del comercio y de reforma de

la infraestructura, y los costos de la mano de obra unitarios, aranceles y carga fiscal para las empresas más bajas de todos los países de Europa oriental y sudoriental en 2003. La diferencia entre la IED real y la “potencial” indica cuánto puede ganar cada país con las políticas correctas.

La comparación entre la IED “potencial” y la real sin las privatizaciones a finales de 2003 muestra que Albania, Bosnia y Herzegovina, Croacia, la ex República Yugoslava de Macedonia y Serbia y Montenegro son los que más pueden ganar con dichas políticas. El margen es más reducido para Rumania y Bulgaria,

que ya han recibido una IED considerable.

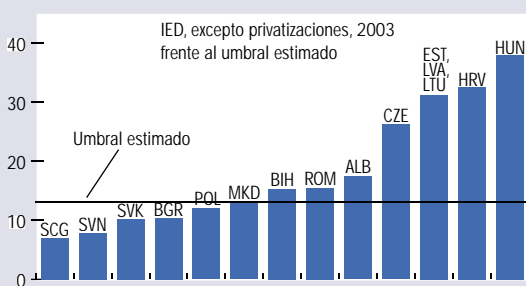
Desde luego, este concepto de IED “potencial” debe considerarse una referencia y no un tope. El uso de los mejores valores de las variables de políticas de toda la muestra no implica que no sea posible lograr valores “superiores”. No obstante, este enfoque puede indicar la cantidad de IED que cada país puede esperar recibir si imita a sus vecinos de mayor éxito. Para seguir recibiendo un flujo importante de IED, los países próximos a su “potencial” deben intentar trascender las normas políticas de su región. ■

Dimitri G. Demekas  
FMI, Departamento de Europa

### Umbral de la IED

A medida que la IED supera cierto umbral, el impacto de las políticas cambia.

(Porcentaje del PIB)



Nota: ALB: Albania; BIH: Bosnia y Herzegovina; BGR: Bulgaria; HRV: Croacia; CZE: la Rep. Checa; EST: Estonia; HUN: Hungría; LVA: Letonia; LTU: Lituania; MKD: la ex Rep. Yug. de Macedonia; MDA: Moldova; POL: Polonia; ROM: Rumania; SCG: Serbia y Montenegro; SVN: Eslovenia; SVK: la Rep. Eslovaca. Fuente: Cálculos de los autores.

Este artículo se basa en el trabajo de Balázs Horváth, Elina Ribakova y Yi Wu, quienes, junto a Dimitri Demekas, son los autores del IMF Working Paper No. 05/110, *Foreign Direct Investment in Southeastern Europe: How (and How Much) Can Policies Help?* Pueden adquirirse ejemplares al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 248. El texto completo, en inglés, puede consultarse en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## ¿En realidad se ha racionalizado la condicionalidad del FMI?

**D**urante 2000–02, el FMI realizó un examen general de las condiciones que exige para otorgar préstamos (la condicionalidad) y modificó directrices que se remontaban incluso hasta 1979. La modificación se debió principalmente a la preocupación que despierta la fuerte expansión de la condicionalidad estructural que se produjo en los años noventa y al hecho de que los resultados poco satisfactorios en la práctica indicaban que las autoridades nacionales no veían como suyos los programas respaldados por el FMI. Las nuevas directrices destacan la necesidad de una mayor concentración y racionalización, pero ¿se han logrado verdaderos avances? En muchas áreas, sí, dice Tessa van der Willigen (Departamento de Elaboración y Examen de Políticas del FMI), quien resume las conclusiones de una evaluación práctica de las nuevas directrices.

La condicionalidad sigue generando controversias y debates. Para algunos, debería eliminarse del todo, pero desde la óptica del FMI la condicionalidad no es opcional. El FMI debe estar seguro de que sus recursos se emplean para apoyar políticas que ayudarán a los países a resolver sus dificultades de balanza de pagos, de modo que puedan reembolsar los préstamos y a su vez otros países puedan utilizar los recursos. La condicionalidad también deja claros cuáles requisitos les permitirán recibir los desembolsos futuros de un préstamo y emprender, con confianza, programas que sin ese apoyo no conservarían su impulso.

El que la condicionalidad no vaya a desaparecer no significa que haya sido perfecta. La nueva política es la culminación de un largo proceso de deliberaciones internas y externas que llevaron al FMI a racionalizarla. Estos esfuerzos en realidad empezaron en 2000, incluso antes de oficializar la nueva política y, en marzo de 2005, el Directorio Ejecutivo evaluó los avances.

Las directrices de 2002 se basan en cinco principios fundamentales: identificación de los países con los programas; parsimonia en la fijación de condiciones y claridad de las mismas; adaptación de las políticas a las circunstancias de cada país, y coordinación con otras entidades multilaterales. Se procura que los principios se complementen y ayuden a mejorar el diseño y la implementación de los programas. Las directrices se diferencian de las anteriores en el sentido de que recomiendan racionalizar la condicionalidad estructural y formular programas de políticas con los que los países se puedan identificar. Estos temas fueron objeto de un examen reciente. El éxito de las directrices dependerá de su aporte a la mejora de los resultados económicos, pero es demasiado pronto para saberlo. No obstante, se procuró que el examen sirviera como revisión a mitad de camino de la implementación de las directrices y cómo mejorarlas.

### ¿Qué incluye la condicionalidad?

Si la condicionalidad estructural se concentra cada vez más en las medidas cruciales para el éxito del programa, deberá centrarse en los aspectos más importantes y que guardan una relación más estrecha con la situación económica inicial del país. Esto es exactamente lo que se observó en el examen. La condicionalidad estructural se ha alejado de las áreas “no básicas” y se inclina más hacia aspectos “fundamentales” probablemente más estrechamente ligados a las metas de los programas respaldados por el FMI. Concretamente, la condicionalidad estructural se está concentrando más en las áreas de gestión económica y vulnerabilidad y está menos dispersa en diversos sectores. Además, los datos econométricos indican una relación más cercana entre el número de condiciones en cierta área (por ejemplo, la gestión fiscal) y las circunstancias económicas (por ejemplo, el déficit fiscal), lo cual es un indicio de mayor concentración en las áreas prioritarias.

Asimismo, la revisión de 2005 indica que es posible racionalizar aún más la cobertura. Primero, en los informes sobre los préstamos del FMI se señala que no siempre están muy claras las estrategias de los programas en las áreas de trabajo consideradas cruciales. Si bien ello podría obedecer a problemas de presentación, no hay duda de que la formulación de un programa de políticas concentrado en unas cuantas estrategias esenciales implica parsimonia en la condicionalidad. Segundo, se debe tratar de establecer “parámetros de referencia estructurales” únicamente para las áreas cruciales. La diferencia entre estos y los “criterios de ejecución estructurales” radica en que los desembolsos de los préstamos no se interrumpen automáticamente cuando no se observan los parámetros. Lo anterior crea la tentación de utilizar parámetros de referencia para aspectos menos importantes cuando en realidad deberían utilizarse para avances pequeños en un proceso crítico de reforma en el que un tramo sin ejecutar, o un retraso, no desvía todo el proceso.

Obviamente, la racionalización de la cobertura de la condicionalidad estructural no está libre de riesgos: se está aplicando una menor condicionalidad en las reformas orientadas hacia el crecimiento y la eficiencia, incluso en los países de bajo ingreso, donde más se necesita el crecimiento; y la condicionalidad del Banco Mundial no parece haber llenado este “vacío”.

¿Es ello motivo de preocupación? No necesariamente, ya que la autoría nacional, y no la condicionalidad, es lo que en última instancia impulsa los programas. Podría aducirse que son más preocupantes las lagunas en los trabajos analíticos, el asesoramiento de políticas o la asistencia técnica. Aun así, la cuestión claramente merece atención y una evaluación más profunda a medida que se conozcan los resultados de los programas “racionalizados”.

## Cifras y claridad

Cabe suponer que la racionalización se traducirá en un menor número de condiciones estructurales. En realidad, solo se ha producido un pequeño descenso en las condiciones de los préstamos del servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza y ninguno en el caso de los préstamos no concesionarios. Esto es decepcionante, pero hay que reconocer que las cifras constituyen una medida burda; en realidad, cuando se tiene más claridad sobre los aspectos cruciales podría llegarse a la conclusión de que se necesitan más condiciones y no menos.

Efectivamente, en los préstamos no concesionarios del FMI se ha producido un gran aumento de las condiciones relativas a la vulnerabilidad del sector financiero, a raíz de la mayor importancia que se está dando a este tema. Otros factores también podrían mantener elevado el número de condiciones, entre ellos la especificación detallada de las mismas y la tendencia a aumentarlas cuando los países exhiben trayectorias deficientes. Ambas tendencias se ajustan a las directrices —y de hecho algunos países prestatarios prefieren las condiciones muy detalladas, ya que sirven como indicadores del camino— pero no deben extralimitarse.

La trayectoria reciente en cuanto a la claridad de las condiciones es indudablemente favorable. En los años noventa se había borrado la distinción entre las medidas cruciales para que continuaran los desembolsos y otras que eran simples señales de aliento del FMI o del compromiso de las autoridades. Tras cinco años de racionalización, en la actualidad casi siempre se especifican las condiciones que guardan relación con los programas y se las distingue de los demás programas de las autoridades.

## Ejecución de los programas

Si bien es demasiado pronto para evaluar los resultados de los programas respaldados por el FMI bajo las nuevas directrices, son evidentes ciertas mejoras en su implementación. Los primeros datos indican que los programas tienen menos interrupciones irremediabiles, pero no han disminuido las temporales y sus consecuencias: la demora en la conclusión de las revisiones de los programas.

A primera vista, la trayectoria de implementación de los criterios de ejecución estructurales ha sido decepcionante, pero al profundizar se observa un cuadro más favorable. Cuando los criterios de ejecución no se han cumplido, se requieren dispensas para poder recibir los desembolsos. Se observó un descenso en las tasas de otorgamiento de dispensas (incluso han aumentado en el caso de préstamos no concesionarios), pero un estudio de los criterios de ejecución dispensados indica que una creciente proporción se cumple en algún momento. Esta me-

jora en la implementación guarda relación con la concentración en las condiciones cruciales, aunque se siguen usando dispensas para dar campo de maniobra a las autoridades, sobre todo en los calendarios de implementación. Unos calendarios realistas son esenciales para reducir las tasas de otorgamiento de dispensas y al mismo tiempo brindar más seguridades a los países de que tendrán acceso a los recursos del FMI.

## Autoría nacional y proceso

En 2005 se examinó la evolución de los programas en 10 países. Si bien los datos son provisionales —y próximamente la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) del FMI hará un examen más a fondo de la condicionalidad estructural— se observa que el FMI trata de aplicar procesos que promueven la identificación de los países con los programas: por ejemplo,

dialogando con las autoridades y, en lo posible, incorporando sus preferencias, procurando involucrar a todos los funcionarios clave para la implementación, y ayudando a fomentar la identificación de los diversos estamentos del país con el programa de políticas.

Es obvio que la buena calidad de los procesos no garantiza la identificación del país con ellos y de hecho es muy difícil medir esa identificación. Del mismo modo, el hecho de seguir adelante con un préstamo cuando la identificación con él no es segura sigue siendo una decisión delicada. Obviamente, la respuesta no es reemplazar la condicionalidad por la identificación. La condicionalidad,

especialmente las medidas previas, puede ser utilizada por los gobiernos para demostrar su compromiso, pero el examen aconseja cautela. En los programas con muchas medidas previas se observó una trayectoria de implementación de la condicionalidad peor que la del promedio, lo cual siembra dudas sobre el grado de identificación en su conjunto y la durabilidad y calidad de la implementación, incluso de las medidas previas. En algunos casos, en vez de cargar a los programas con condiciones y medidas previas, podría ser preferible aplicar mayor selectividad y, en lo posible, utilizar programas supervisados por el FMI para establecer una trayectoria de implementación.

El FMI seguirá tratando de aplicar esta nueva política, guiándose por las conclusiones del examen y, sin duda, las de la próxima evaluación de la OEI. En 2008 se examinarán nuevamente las directrices de la condicionalidad de 2002; para entonces se dispondrá de datos sobre los resultados económicos de aplicar los programas “racionalizados” por varios años, lo cual permitirá plantearse la pregunta fundamental que brilló por su ausencia en la actual revisión: ¿Las nuevas directrices han ayudado a mejorar los resultados de los países prestatarios? ■

Los primeros datos indican que los programas tienen menos interrupciones irremediabiles, pero no han disminuido las temporales y sus consecuencias: la demora en la conclusión de las revisiones de los programas.

## Demistificar los fondos de alto riesgo

Cuando fueron creados hace 40 años para satisfacer las necesidades de un grupo selecto de personas adineradas, los fondos de alto riesgo (*hedge funds*) pasaron relativamente inadvertidos por las autoridades financieras y el público en general. Mucho ha cambiado desde entonces. Los más de 8.000 fondos de alto riesgo administran activos por más de un billón de dólares y comparten un sistema de comisiones, en el que los administradores se quedan con una parte —generalmente el 20%— de las utilidades. En la actualidad existen muchos fondos para pequeños inversionistas, cuya inversión mínima ha bajado, pasando de una media de US\$1 millón a US\$25.000, y hasta US\$2.500 en algunos casos.

El American Enterprise Institute for Public Policy Research (AEI) patrocina varias conferencias para crear más conciencia entre el público acerca de los fondos de alto riesgo. La primera de estas conferencias, celebrada el 26 de junio, versó sobre el papel que desempeñan estos fondos en los mercados de capitales. En ella, varios profesionales y académicos deliberaron sobre las políticas al respecto, entre ellas las posibilidades de regulación y la dirección futura de los fondos. Adam Lerrick (AEI y Carnegie Mellon University) moderó los debates.

### Evolución de los fondos de alto riesgo

¿Cómo aparecieron los fondos de alto riesgo? El primer fondo fue creado en 1949 con el fin de utilizar estrategias innovadoras de inversión para tratar de reducir los riesgos y aumentar los rendimientos. Pero como explicó John Makin (Caxton Associates), este sector no despegó sino hasta los años ochenta, como una alternativa a los fondos mutuos de inversión y los fondos de pensiones basados en instrumentos de renta variable e índices de referencia. Los grandes fondos de alto riesgo aparecieron en el entorno de grandes operadores en los volátiles mercados de materias primas, divisas e instrumentos de renta fija.

El papel de muchos de los nuevos fondos de alto riesgo ha cambiado radicalmente desde 2000, como señala Makin, pues muchos inversionistas los consideran una “especie de aditivo de potencia” para sus carteras de fondos de pensiones e inversión. Actualmente, muchos fondos siguen diversas estrategias, algunas muy parecidas a las de los fondos de inversión, aunque los fondos de alto riesgo están menos regulados.

### Problemas de riesgo moral

Makin señalaba que, al igual que con otros tipos de inversiones, existe un riesgo moral en el sector y dentro de los propios fondos de alto riesgo. Prevenía contra un escenario en el que varios de estos fondos siguieran una estrategia excesivamente ambiciosa que incrementara el riesgo sistémico, como ocurrió al hundirse el importante fondo Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998.

### Proteger a los inversionistas poco experimentados

Makin señaló que se debió haber dejado que el LTCM quebrara e indicó que la “única manera” de proteger a los inversionistas poco sofisticados es “mostrándoles lo que sucede si no hacen sus deberes”. Advirtió que los bancos centrales y otras autoridades no deben intervenir para satisfacer necesidades de liquidez en estas situaciones, pues de este modo invitan a los fondos a seguir estrategias de inversión excesivamente arriesgadas.

En cambio, Chester Spatt (U.S. Securities and Exchange Commission) advirtió que es necesario regular “cuestiones que influyen sobre la estabilidad del mercado” y para proteger a los inversionistas menos sofisticados, pues ante la reciente “popularización” de estos fondos es posible que los nuevos inversionistas no comprendan todos los riesgos que corren. Añadió que a algunos gobernantes les preocupa que los asesores en inversiones tengan un incentivo para incrementar considerablemente los riesgos que corren sus

fondos, si el mercado no comprende o no detecta bien dichos riesgos. El riesgo sistémico —la posibilidad de quiebras correlacionadas en toda la economía— es otra razón por la que los fondos de alto riesgo han recibido cada vez más la atención de las autoridades económicas, manifestó Spatt, mencionando como ejemplo la caída del LTCM.

Tanya Beder (Citigroup Alternative Investments) coincidió en que existen algunos interrogantes básicos sobre la mejor forma de regular este sector, ya que espera que sufra “enormes cambios” en los próximos años para satisfacer las nuevas exigencias. Beder expresó una opinión más favorable y señaló que sus actividades pueden dar más estabilidad a los mercados, ya que se sabe que su negociación “reduce” la volatilidad durante períodos de gran turbulencia. ■



Masoud Elmadf/FMI

Jacqueline Irving

FMI, Departamento de Relaciones Externas

## Acuerdos de derecho de giro, SAF y SCLP al 31 de julio

País miembro	Fecha del acuerdo	Fecha de vencimiento	Monto aprobado	Saldo no utilizado
(Millones de DEG)				
<b>Acuerdos de derecho de giro</b>				
Argentina	20 de septiembre de 2003	19 de septiembre de 2006	8.981,00	4.810,00
Bolivia	2 de abril de 2003	31 de marzo de 2006	171,50	60,00
Bulgaria	6 de agosto de 2004	5 de septiembre de 2006	100,00	100,00
Colombia	2 de mayo de 2005	2 de noviembre de 2006	405,00	405,00
Croacia	4 de agosto de 2004	3 de abril de 2006	97,00	97,00
Paraguay	15 de diciembre de 2003	30 de septiembre de 2005	50,00	50,00
Perú	9 de junio de 2004	16 de agosto de 2006	287,28	287,28
República Dominicana	31 de enero de 2005	31 de mayo de 2007	437,80	385,26
Rumania	7 de julio de 2004	6 de julio de 2006	250,00	250,00
Turquía	11 de mayo de 2005	10 de mayo de 2008	6.662,04	6.106,87
Uruguay	8 de junio de 2005	7 de junio de 2008	766,25	735,60
<b>Total</b>			<b>18.207,87</b>	<b>13.287,01</b>
<b>Acuerdos en el marco del SAF</b>				
Serbia y Montenegro	14 de mayo de 2002	31 de diciembre de 2005	650,00	62,50
Sri Lanka	18 de abril de 2003	17 de abril de 2006	144,40	123,73
<b>Total</b>			<b>794,40</b>	<b>186,23</b>
<b>SCLP</b>				
Albania	21 de junio de 2002	20 de noviembre de 2005	28,00	4,00
Armenia	25 de mayo de 2005	24 de mayo de 2008	23,00	19,72
Bangladesh	20 de junio de 2003	31 de diciembre de 2006	400,33	184,55
Burkina Faso	11 de junio de 2003	15 de agosto de 2006	24,08	10,32
Burundi	23 de enero de 2004	22 de enero de 2007	69,30	35,75
Chad	16 de febrero de 2005	15 de febrero de 2008	25,20	21,00
Congo, República del	6 de diciembre de 2004	5 de diciembre de 2007	54,99	47,13
Congo, República Democrática del	12 de junio de 2002	31 de octubre de 2005	580,00	53,23
Dominica	29 de diciembre de 2003	28 de diciembre de 2006	7,69	3,48
Georgia	4 de junio de 2004	3 de junio de 2007	98,00	70,00
Ghana	9 de mayo de 2003	31 de octubre de 2006	184,50	79,10
Guyana	20 de septiembre de 2002	12 de septiembre de 2006	54,55	27,79
Honduras	27 de febrero de 2004	26 de febrero de 2007	71,20	40,69
Kenya	21 de noviembre de 2003	20 de noviembre de 2006	225,00	150,00
Malí	23 de junio de 2004	22 de junio de 2007	9,33	6,67
Mozambique	6 de julio de 2004	5 de julio de 2007	11,36	6,50
Nepal	19 de noviembre de 2003	18 de noviembre de 2006	49,91	35,65
Nicaragua	13 de diciembre de 2002	12 de diciembre de 2005	97,50	41,78
Níger	31 de enero de 2005	30 de enero de 2008	6,58	5,64
República Kirguisa	15 de marzo de 2005	14 de marzo de 2008	8,88	7,62
Rwanda	12 de agosto de 2002	11 de febrero de 2006	4,00	1,14
Senegal	28 de abril de 2003	27 de abril de 2006	24,27	13,86
Sri Lanka	18 de abril de 2003	17 de abril de 2006	269,00	230,61
Tayikistán	11 de diciembre de 2002	10 de febrero de 2006	65,00	9,80
Tanzania	16 de agosto de 2003	15 de agosto de 2006	19,60	8,40
Uganda	13 de septiembre de 2002	31 de diciembre de 2005	13,50	4,00
Zambia	16 de junio de 2004	15 de junio de 2007	220,10	49,52
<b>Total</b>			<b>2.644,86</b>	<b>1.167,96</b>

SAF = Servicio ampliado del FMI.

SCLP = Servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza.

En algunos casos, los totales no coinciden con las sumas debido al redondeo de las cifras.

Datos: FMI, Departamento Financiero.

## Prioridades de la OEI para 2006

La Oficina de Evaluación Independiente (OEI) del FMI publicó su programa de trabajo para el ejercicio de 2006. Además del estudio en curso sobre la condicionalidad estructural del FMI, se ha comprometido a examinar los siguientes tópicos.

**Asesoramiento de política cambiaria.** El Convenio Constitutivo del FMI prohíbe a los países miembros “manipular los tipos de cambio” y les exige “aplicar políticas cambiarias compatibles” con un sistema cambiario ordenado y estable, pero es difícil mantener un diálogo claro y franco en materia cambiaria, porque se trata de temas sensibles para el mercado y porque no existe consenso sobre el concepto de tipo de cambio sostenible en determinadas condiciones. La OEI formulará preguntas sobre el asesoramiento de políticas que ofrece el FMI para elegir un régimen cambiario en diversas circunstancias y la metodología que usa la institución para evaluar o determinar la competitividad, la sostenibilidad y la manipulación. Se examinará una muestra representativa de países en desarrollo, de mercados emergentes y países industriales en los últimos años.

**Papel del FMI en los países de África.** Los llamamientos en procura de un aumento sustancial de la ayuda a los países africanos han llevado a preguntarse cómo se incluye esa ayuda en el asesoramiento de políticas y el diseño de los programas del FMI. ¿Cómo se evalúa la sostenibilidad del gasto fiscal financiado mediante ayuda, sus efectos cambiarios y sobre la competitividad, y el comportamiento del ahorro y la inversión del sector privado? La OEI se basará en profundos estudios de casos de unos pocos países de África subsahariana, centrando la atención en el asesoramiento real de la política del FMI y sus aportes al diseño de los programas; los análisis en que se basa ese asesoramiento, y los resultados. Examinará el volumen de recursos a mediano plazo, la previsibilidad de la ayuda y cuestiones conexas, como el deterioro del ingreso fiscal y el “mal holandés” (menor competitividad de las exportaciones inducida por la ayuda).

**Supervisión bilateral.** La supervisión es uno de los cometidos básicos del FMI y su eficacia es una prioridad del Comité Monetario y Financiero Internacional y del Directorio Ejecutivo de la institución.

En la evaluación de la OEI se formularán tres preguntas: ¿Cuál es el valor agregado que proporciona la supervisión a las autoridades económicas nacionales, a la comunidad internacional y a los mercados? ¿Cómo se integran la supervisión bilateral (de países) y multilateral (mundial) —especialmente en el caso de países de importancia sistémica— y existe la posibilidad de ajustar las modalidades de supervisión para lograr mayor impacto? y ¿en qué medida los exámenes bienales de la supervisión que realiza internamente el FMI promueven un aumento de la eficacia?

En el estudio de la OEI se utilizarán análisis comparados de países y exámenes de la supervisión realizada en países avanzados, de mercados emergentes y en países en desarrollo de bajo ingreso, entre otros. La evaluación previa de la supervisión multilateral influirá en el alcance del análisis de países y en la importancia que se atribuya a los grupos de países.

### Próximas medidas

Conforme a la práctica de la OEI, para cada proyecto se prepararán estudios temáticos detallados o borradores de los parámetros de referencia. Antes de fijar los límites de una evaluación, la OEI tratará de conocer la opinión del FMI y de interesados externos, por ejemplo académicos y entidades de la sociedad civil. Luego publicará parámetros de referencia finales en su sitio en Internet (<http://www.imf.org/external/np/ieo/>) e invitará a los interesados a enviar aportes sobre temas relativos a esos parámetros. ■

Para mayor información, el texto completo del anuncio sobre el programa de trabajo de la OEI para el ejercicio 2006 puede consultarse en <http://www.imf.org/external/np/ieo/>.



Laura Wallace  
Directora

Sheila Meehan  
Redactora Principal  
Jacqueline Irving  
Jefa de producción

Christine Ebrahim-zadeh  
Conny Lotze  
Camilla Andersen  
Redactoras

Maureen Burke  
Lijun Li  
Kelley McCollum  
Ayudantes de redacción

Julio Prego  
Diseñador gráfico

Con la colaboración de  
Graham Hacche  
Prakash Loungani

Edición en español  
División de Español  
Departamento de Tecnología  
y Servicios Generales  
Rodrigo Ferrerosa  
Traducción  
Martha A. Amas y  
Magaly B. Torres  
Corrección de pruebas  
Miriam Camino-Wolosky  
Composición gráfica

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

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