



Comité Monetario y Financiero Internacional

Duodécima reunión
24 de septiembre de 2005

Declaración del Director Gerente, Rodrigo de Rato

**Declaración del Director Gerente, Rodrigo de Rato,
ante el Comité Monetario y Financiero Internacional
sobre la economía y los mercados financieros mundiales**

La expansión mundial se mantiene firme y las previsiones de crecimiento mundial en 2005 y 2006 no han cambiado mucho desde la última edición de *Perspectivas de la economía mundial*. No obstante, el recrudecimiento de los desequilibrios mundiales y las presiones constantes en los mercados de petróleo crudo y productos refinados siguen siendo dos aspectos especialmente preocupantes, y persiste el riesgo de que las previsiones deban corregirse a la baja.

Desde nuestra última reunión, se han registrado dos movimientos importantes:

- *El precio del petróleo ha seguido subiendo* y a finales de agosto marcó un nuevo máximo nominal de alrededor de US\$65 el barril, y después se redujo ligeramente. A pesar de que la OPEP anunció hace poco un aumento de las cuotas, los mercados siguen preocupados por la posibilidad de que la capacidad de producción adicional, que se encuentra hoy a niveles muy bajos, no baste para satisfacer el aumento de la demanda el próximo invierno, a lo cual se suma la incertidumbre persistente en cuanto a la oferta a corto plazo. Si bien se ha contenido el impacto del huracán Katrina en los precios del petróleo recurriendo a las reservas estratégicas, y también gracias al ofrecimiento de la OPEP de aumentar la producción de crudo si fuera necesario, la insuficiente capacidad de refinación ha agravado las presiones en los precios de los productos refinados, sobre todo en Estados Unidos.
- *Los desequilibrios mundiales han seguido agudizándose*, y según las proyecciones para 2005 el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos ascenderá a más del 6% del PIB. La contracara de ese déficit son los superávits registrados fundamentalmente en Japón, China, los exportadores de petróleo de Oriente Medio —que a resultados de los altísimos precios del petróleo registran ahora un superávit en dólares de EE.UU. mayor que el de las economías emergentes de Asia— y Rusia. Un factor parcialmente vinculado a esta situación es la persistencia de desequilibrios en la composición regional del crecimiento mundial, ya que los motores de la expansión siguen siendo Estados Unidos y China, cuyo crecimiento mantiene un ímpetu firme.

La inflación global mundial se reavivó levemente debido al incremento de los precios del petróleo, pero continúa situándose en niveles moderados. En los principales países industriales, la inflación básica en general parece contenida, las expectativas inflacionarias están bien afianzadas y los aumentos salariales son moderados, pero habrá que vigilar con atención el efecto del encarecimiento del petróleo. En los países de mercados emergentes, las presiones inflacionarias se han intensificado en cierta medida y en la mayoría de las regiones han obligado a revisar al alza los pronósticos para 2005. Como las expectativas inflacionarias están generalmente menos afianzadas en estos países, el impacto del precio del petróleo o de otros shocks en la inflación es inevitablemente más pronunciado; además, en algunos países

con grandes superávits externos se están multiplicando los indicios de presiones que llevarían a un recalentamiento.

En los mercados financieros, las condiciones siguen siendo favorables. Las tasas de interés a largo plazo y las primas de crédito se mantienen en niveles inusualmente bajos, y la volatilidad sigue siendo moderada. La calma reinante refleja en parte el fortalecimiento de las variables económicas fundamentales, como un crecimiento pujante, bajas tasas de inflación y balances más fuertes en el sector financiero y empresarial de la mayor parte de los países. También refleja, sin embargo, la influencia de la abundante liquidez, que sigue impulsando una búsqueda de rentabilidad que empuja a la baja las primas de riesgo de todas las categorías de activos, lo que a su vez promueve el uso de diversas formas de apalancamiento para aumentar los rendimientos. Las bajas tasas de interés de Estados Unidos y la moneda estadounidense se han visto sustentadas en parte por los inversionistas extranjeros, que siguen siendo compradores netos de sustanciales volúmenes de títulos estadounidenses.

Las economías de mercados emergentes se han beneficiado de la búsqueda de rentabilidad y del fortalecimiento de las variables económicas fundamentales de muchos países, lo que ha aumentado las asignaciones estratégicas de inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones. Estos flujos han contribuido a estabilizar los mercados de bonos de economías emergentes frente a las perturbaciones que aquejaron a los mercados de títulos de deuda corporativos y de instrumentos derivados sobre créditos en los países industriales, al entorno político difícil en varios países de mercados emergentes y al fuerte aumento de los precios del petróleo. La mayoría de los países de mercados emergentes ya han logrado cubrir sus necesidades de financiamiento externo para 2005 y, varios ya han comenzado a trabajar en las de 2006 o incluso las han cubierto totalmente. Además, en varios países las mejoras en la estructura de la deuda y la evolución de los mercados locales de deuda también han contribuido a reducir la vulnerabilidad ante los shocks externos.

Perspectivas a corto plazo

Las perspectivas a corto plazo indican en términos generales que se mantendrá una expansión sólida, y las proyecciones actuales apuntan a un crecimiento mundial del 4,3%, en promedio, en 2005 y en 2006. En este contexto, se prevé una ligera desaceleración del crecimiento mundial entrado el año 2006, que cobrará un impulso moderado posteriormente; el impacto negativo del alza de los precios del petróleo estará contrarrestado por políticas macroeconómicas aún acomodaticias, condiciones favorables en los mercados financieros — sobre todo bajas tasas de interés a largo plazo— y balances empresariales cada vez más sólidos. Sin embargo, los riesgos siguen apuntando a un deterioro de las perspectivas. Más allá de los riesgos geopolíticos, puestos nuevamente de manifiesto por la tragedia que vivió Londres en julio, se destacan otras inquietudes a corto plazo, tales como el nivel elevado y volátil de los precios del petróleo; el recrudecimiento de las actitudes proteccionistas, reavivadas por los desequilibrios mundiales y el creciente temor frente a la competencia de los mercados emergentes; y el posible endurecimiento de las condiciones en los mercados

financieros, incluido el impacto que podría tener en los elevados valores de la propiedad inmobiliaria de varios países y en el financiamiento externo de los mercados emergentes.

En cuanto a los distintos países y regiones, el crecimiento del PIB de *Estados Unidos* se ha ralentizado modestamente, pero sigue siendo fuerte y según las proyecciones continuará siendo el más elevado entre los miembros del G-7 gracias al sólido aumento de la productividad. A pesar de la horrenda pérdida de vidas y bienes ocasionada por el huracán Katrina, es probable que el impacto directo en el crecimiento del PIB sea moderado. No obstante, los efectos indirectos, sobre todo debido al aumento de los precios de la gasolina, son más preocupantes; como el ahorro de los hogares está marcando mínimos históricos, se agrava el riesgo de una brusca desaceleración del aumento del consumo privado, sobre todo si llega a tambalear el mercado inmobiliario, donde los valores son cada vez más elevados.

En la *zona del euro*, la tímida recuperación de la demanda interna registrada en el segundo semestre de 2004 se ha desacelerado considerablemente, y se han revisado notablemente a la baja las previsiones de aumento del PIB real para 2005 y 2006. Sin embargo, la demanda interna bien podría repuntar porque las variables económicas fundamentales —moderación salarial ininterrumpida, condiciones financieras acomodaticias y demanda externa vigorosa— siguen en pie. De hecho, los últimos datos hacen pensar que la actividad económica recobrará el ímpetu poco a poco, aunque el precio del petróleo sigue siendo un factor preocupante. No obstante, las proyecciones indican que el ritmo de la recuperación será pausado, por lo cual habrá que priorizar la ejecución de reformas estructurales que estimulen la confianza, el crecimiento y el empleo.

La economía de *Japón* está recuperando el ímpetu: el PIB experimentó un aumento marcado en el primer semestre de 2005. La expansión está respaldada actualmente por el vigoroso consumo privado, reflejo del fortalecimiento del mercado laboral y la pujante inversión de las empresas, que han contabilizado abundantes utilidades. Las proyecciones actuales apuntan a un crecimiento promedio del PIB de alrededor de 2% en 2005 y en 2006, amenazado principalmente por factores externos, como el elevado nivel de los precios del petróleo y la posibilidad de que surjan nuevas presiones alcistas sobre el yen en un entorno caracterizado por grandes desequilibrios de las cuentas corrientes a escala mundial.

Globalmente, las perspectivas de crecimiento de los *países de mercados emergentes y en desarrollo* no han cambiado, pero se han registrado variaciones sustanciales de las previsiones regionales y nacionales que reflejan la fluctuación de los precios del petróleo y otros productos básicos, la exposición a la manufactura y al comercio mundiales, y los factores propios de cada país.

Dentro del grupo de las *economías emergentes de Asia*, el crecimiento del PIB chino ha seguido superando las expectativas; no obstante, debido a la abundante liquidez en el sistema bancario, sigue preocupando el riesgo de que repunte la expansión del crédito y de la inversión. La economía india también ha conservado su fortaleza, ya que continúa la expansión de los servicios, como la tecnología de la información, y se ha acelerado la producción industrial. En el resto de la región, después de un primer trimestre flojo, el

crecimiento del PIB se reavivará a la par de la actividad manufacturera mundial según los pronósticos, aunque esa recuperación dependerá del repunte previsto del sector de la tecnología de la información y también de los precios del petróleo. Una tarea importante que tiene por delante la región continúa siendo el logro de un crecimiento, debidamente equilibrado, de la demanda interna y externa; en este sentido, debería aprovecharse plenamente el margen que facilitan las recientes reformas cambiarias positivas en algunos países para flexibilizar aún más el tipo de cambio. Con la excepción de China, el bajo nivel de la inversión privada en la región es motivo de preocupación y pone de relieve la necesidad de llevar a término el programa inconcluso de reestructuración del sector financiero y empresarial. En China, por el contrario, el reto más importante consiste en mejorar la calidad de la inversión para sustentar el crecimiento a mediano plazo.

Pese al gran salto que dio en 2004, el crecimiento del PIB de *América Latina* se ha moderado y avanza a un ritmo más sostenible. Cabe suponer que el vigoroso aumento de las exportaciones y una evolución más favorable de la política macroeconómica contribuirán a sustentar la expansión regional. El prefinanciamiento generalizado de los futuros reembolsos de deuda contribuirá a reducir el riesgo de volatilidad financiera que despiertan la incertidumbre política y el próximo ciclo electoral en muchos países, pero persisten algunos riesgos que podrían empañar las perspectivas, como la desaceleración prolongada del crecimiento de los países industriales o un aumento mayor del previsto de las tasas de interés en estos países.

En las *economías emergentes de Europa* el crecimiento sigue siendo vigoroso a pesar del menor ímpetu de la actividad económica en Europa occidental, la apreciación de las monedas de la región en 2004 y la moderación de la demanda interna tras el repunte que precedió al ingreso a la UE. Como el precio del petróleo mantiene una línea alcista y las perspectivas son menos favorables en la zona del euro, existe el riesgo de que estas proyecciones sean demasiado optimistas. Aun así, persiste la inquietud ante la posibilidad de recalentamiento en algunos países, dado que el aumento del crédito es excepcionalmente fuerte, el precio de la vivienda se ha disparado y los déficit en la cuenta corriente externa son profundos. El rápido aumento del crédito interno está financiado en gran parte con deuda tomada en bancos extranjeros, lo que incrementa la vulnerabilidad de estas economías a las fluctuaciones de los tipos de cambio y hace indispensable adoptar medidas para reducir los riesgos relacionados con el ritmo de expansión del crédito. En términos más generales, se necesita una consolidación fiscal para regular las presiones de la demanda, contribuir a la reducción de los elevados déficit en cuenta corriente y sentar las bases para la adopción del euro.

En la *Comunidad de Estados Independientes (CEI)* el crecimiento del PIB real sufrió una marcada disminución a principios de 2005, debido primordialmente a la atonía de la inversión y a la desaceleración del aumento de la producción petrolera. Sin embargo, en términos generales el consumo ha avanzado a pasos firmes y, como la producción se aproxima a los límites de capacidad en algunos sectores, la inflación regional se ha acelerado tras un largo período de desinflación. De cara al futuro, parece probable que a corto plazo el crecimiento supere las previsiones teniendo en cuenta las perspectivas para el petróleo y

otros productos básicos, y las presiones inflacionarias van en aumento. Dadas las oportunidades que brinda el creciente superávit presupuestario de los países exportadores de petróleo, la combinación ideal sería una política monetaria más restrictiva y una mayor apreciación del tipo de cambio para mantener controlada la inflación; de esa manera, dependiendo de la capacidad de absorción y del avance de las reformas estructurales, podría existir cierto margen para incrementar el gasto más prioritario y poner en práctica la reforma del sistema tributario.

Los pronósticos anticipan que el crecimiento del PIB en *África subsahariana* disminuirá hasta llegar al 4¾% en 2005, en parte como consecuencia de una desaceleración de la actividad económica en Nigeria, cuya producción petrolera se está acercando al límite de la capacidad. El crecimiento de los países importadores de petróleo ha perdido ritmo, pero aun así ha dado muestras de una resistencia sorprendente ya que el impacto negativo del alza del precio del petróleo hasta el momento ha quedado neutralizado por un mayor aumento de los precios de los productos básicos no petroleros, a lo cual se sumaron los beneficios de la estabilización macroeconómica y las reformas estructurales en curso. De cara al futuro, se proyecta un repunte del crecimiento del PIB a alrededor del 6% en 2006, impulsado principalmente por la aceleración del crecimiento de los países productores de petróleo gracias a la nueva capacidad. Sin embargo, como el precio del petróleo está subiendo más rápido que el de los productos básicos no combustibles, se han agravado los riesgos para los importadores netos de petróleo; la solidez de las medidas que se adopten y el fortalecimiento de la estabilidad política serán esenciales para hacer frente a estos riesgos. El reciente compromiso de los países del G-8 de brindar más recursos a la región podría aumentar la confianza y la inversión, aunque ello también dependerá de la aplicación de nuevas reformas para fortalecer las instituciones, mejorar el clima de inversión y favorecer el crecimiento impulsado por el sector privado.

El aumento de la producción petrolera y la carrera al alza de los precios del petróleo siguen apuntalando el crecimiento del PIB en *Oriente Medio*, acompañados de una impresionante mejora de la situación fiscal y la cuenta corriente externa. Pese a la intensa demanda interna, la inflación sigue contenida, debido en parte al alto nivel de desempleo en general y, en un contexto de tipos de cambio fijos, a una inflación baja. El aumento de los ingresos petroleros brinda una oportunidad importante para hacer frente a algunos de los arraigados problemas económicos de la región, sobre todo el de financiar las reformas que generarían empleo para la población en edad de trabajar, que está creciendo rápidamente.

Prioridades de la política económica para reducir los factores de vulnerabilidad y reforzar el potencial de crecimiento

Los firmes resultados económicos recientes y el panorama sólido en términos generales demuestran la notable capacidad de resistencia de la economía mundial frente a los shocks. Las razones son diversas: variables económicas fundamentales más sólidas, como el fortalecimiento de los balances del sector financiero, marcos monetarios considerablemente reforzados, mayor flexibilidad económica y menor vulnerabilidad en los mercados emergentes. Sin embargo, la situación también obedece en gran medida a factores más

transitorios, como el nivel inusualmente bajo de las tasas de interés y la persistente disposición de los inversionistas a financiar los grandes desequilibrios mundiales. De cara al futuro, aunque existen claramente factores positivos —como los efectos de la revolución de la tecnología de la información—, a largo plazo la expansión parecería descansar sobre cimientos mucho más endebles. La tarea primordial continúa siendo la de aprovechar las condiciones actuales relativamente favorables para atender los focos fundamentales de vulnerabilidad económica y estimular el crecimiento a largo plazo.

En el ámbito monetario, el curso que se le debe dar al régimen de políticas difiere cada vez más entre un país y otro, según la etapa del ciclo económico en la que se encuentre. El ritmo medido con el que Estados Unidos está restringiendo la política monetaria parece adecuado, aunque habrá que vigilar de cerca los indicios de recrudescimiento de la presión en los mercados laborales. China probablemente también deba adoptar una orientación más restrictiva, sobre todo si el aumento de la inversión da señales de afianzarse, y el país podrá beneficiarse del margen para la flexibilidad cambiaria derivado de las recientes reformas. En la zona del euro, por el contrario, la política monetaria ha permanecido invariable, pero si los datos confirman que las presiones inflacionarias siguen estando contenidas y si la recuperación proyectada no se concreta, o si el euro se aprecia considerablemente, correspondería plantearse un recorte de las tasas de interés. En Japón, la actual orientación acomodaticia sigue siendo adecuada y la política de expansión cuantitativa debería mantenerse en curso hasta comprobar fehacientemente que la deflación ha sido derrotada. En los países en que la inflación de los precios de la vivienda no retroceda, se podrían limitar los riesgos combinando la presión moral con medidas prudenciales, de ser necesario; a más largo plazo, habrá que corregir los mecanismos regulatorios que pueden exacerbar la presión sobre los precios; entre ellos, los que tienen el potencial de restringir la oferta.

De cara al futuro, tenemos por delante cuatro tareas primordiales a mediano plazo:

- *Garantizar una corrección ordenada de los actuales desequilibrios mundiales en cuenta corriente.* Como hemos señalado en muchas ocasiones, estos desequilibrios son una responsabilidad compartida. La acción mancomunada para reducirlos será esencial para alejar los riesgos de un ajuste desordenado, limitar la magnitud de la exposición a los riesgos externos y los riesgos concomitantes, y sustentar el crecimiento mundial durante el ajuste. Ya hemos convenido en una estrategia de política a este respecto. Ahora debemos evitar las recriminaciones y avanzar en la implementación de esa estrategia. Es alentador observar que se han realizado algunos progresos desde nuestra última reunión. El panorama fiscal de Estados Unidos ha mejorado, gracias a la recuperación del ingreso público (si bien el gasto de emergencia que supondrá el huracán Katrina aumentará el déficit a corto plazo), y se han dado importantes pasos para flexibilizar los regímenes cambiarios asiáticos, sobre todo en China y Malasia. Sin embargo, aún queda un camino bastante largo por recorrer: el ajuste fiscal proyectado a mediano plazo por Estados Unidos debería ser más ambicioso, y se afianzaría la disciplina fiscal si se adoptaran nuevamente reglas como las que estipulaba la ley de control presupuestario —que sometía el ingreso a un régimen de reparto—; Asia deberá aprovechar el margen del que dispone para

- flexibilizar aún más sus regímenes cambiarios; y en Asia habrá que acelerar las reformas financieras y, en Japón y la zona del euro, las reformas estructurales necesarias para estimular la demanda interna y el crecimiento. Los países exportadores de petróleo que tienen un sólido marco macroeconómico y fiscal también deberán actuar, aprovechando el aumento del ingreso público para incrementar el gasto en sectores con una elevada rentabilidad social (teniendo en cuenta los factores cíclicos) y acelerar las reformas estructurales promotoras del crecimiento.
- *Controlar las presiones constantes en los mercados petroleros mundiales.* Dado que el excedente de capacidad continúa estando muy limitado, el mercado sigue siendo muy vulnerable a los shocks, como lo ha demostrado el impacto del huracán Katrina. Además, si bien el efecto en el crecimiento mundial ha sido sorprendentemente moderado —debido en parte a que el aumento de los precios se debe en gran medida a la vigorosa demanda mundial y a que las expectativas inflacionarias están bien afianzadas, de modo que no ha sido necesario endurecer la política monetaria para contener las presiones inflacionarias—, un nuevo aumento de los precios podría tener un impacto más contundente, sobre todo si tiene un efecto mayor en las expectativas inflacionarias o en la confianza de los consumidores. También podrían sufrir graves efectos los países cuya demanda interna ya es débil y muchos de los países de mercados emergentes y en desarrollo que importan petróleo, sobre todo si sus precios aún no reflejan plenamente los recientes aumentos. Como hemos señalado anteriormente, los riesgos y las presiones constantes en los mercados petroleros resaltan la necesidad de que los países exportadores de petróleo, las compañías petroleras internacionales y los consumidores de petróleo trabajen conjuntamente para mejorar el funcionamiento del mercado de petróleo. Concretamente, habrá que reducir los obstáculos a la inversión (en refinerías, por ejemplo), mejorar la transparencia del mercado y frenar el crecimiento del consumo de ese combustible, por ejemplo con políticas tributarias y reducciones de los subsidios, que en ambos casos exigen un sólido liderazgo político. De hecho, las desigualdades sociales y las distorsiones económicas derivadas de subsidios generosos e indiscriminados en medio de la carestía del petróleo son profundas. En muchos países, termina recibiendo dinero la gente que menos lo necesita, a menudo con un alto costo presupuestario.
 - *Mantener la estabilidad en los mercados financieros.* Si bien las condiciones siguen siendo inusualmente favorables, no podemos darnos por satisfechos. Las autoridades supervisoras y reguladoras deben mantenerse alertas a los riesgos que acarrea la abundante liquidez mundial, y a la toma de riesgos y el apalancamiento que ella fomenta. Las autoridades económicas deben aprovechar la actual situación favorable para implementar medidas para reducir el riesgo y reforzar la capacidad de resistencia del sector financiero. Concretamente, será importante supervisar la evolución de los mercados de instrumentos derivados sobre créditos y velar por que se apliquen prácticas estrictas para reducir el riesgo de contraparte, evitando así posibles repercusiones en caso de corrección de los mercados.

- *Eliminar los obstáculos fiscales y estructurales al crecimiento y la estabilidad macroeconómica a largo plazo.* De acuerdo con las previsiones para los principales países industriales, los déficit fiscales apenas disminuirán a mediano plazo, y pese a las reformas ya instituidas, la presión presupuestaria generada por el envejecimiento de la población es todavía sumamente preocupante, sobre todo desde el punto de vista de la atención de la salud. Si bien los países de mercados emergentes han saneado notablemente sus finanzas públicas en los últimos años, en muchos la deuda pública permanece en niveles demasiado altos, y los gobiernos deben aprovechar las condiciones aún relativamente favorables para reforzar las políticas orientadas a reducir los factores de vulnerabilidad, sobre todo en los ámbitos fiscal y estructural. La mayor parte de los países y regiones se enfrentan a retos estructurales considerables: la reforma de los mercados laborales y de productos en la zona del euro y Japón; la reforma financiera y empresarial en gran parte de Asia; la mejora del clima de inversión en América Latina, la Comunidad de Estados Independientes y Oriente Medio, y el fortalecimiento de la supervisión bancaria en Europa central y oriental.

La experiencia ha demostrado que el libre comercio es esencial para un crecimiento sólido. Los indicios recientes de que se están acentuando las actitudes proteccionistas en algunos países, y la falta persistente de avances en las negociaciones de la Ronda de Doha, son aspectos preocupantes. Aún es posible lograr que la Ronda de Doha cumpla sus ambiciosos objetivos; no debemos conformarnos con menos. Pero queda poco tiempo: no pueden aplazarse nuevamente las decisiones difíciles. Los principales países deben asumir un papel de liderazgo y demostrar la voluntad de pasar de la retórica a la acción. Como se examinará en el Comité para el Desarrollo, los planes de comercio orientado al desarrollo también contribuirán a aliviar las preocupaciones de los países más pobres acerca de los costos del ajuste de la reforma comercial o las limitaciones de la capacidad institucional.

Como quedan apenas 10 años para cumplir los Objetivos de Desarrollo del Milenio, es enormemente alentador ver el renovado compromiso de los países más ricos de brindar más recursos a los países más pobres. En este momento, la prioridad esencial es que la comunidad internacional cumpla sin tardanza sus compromisos, entre otros, el aumento de la ayuda hasta llegar a la meta de 0,7% del PNB fijada por las Naciones Unidas y una ambiciosa liberalización comercial, especialmente en el sector agrícola. Los países en desarrollo, por su parte, deben apresurarse a instituir las políticas necesarias para un crecimiento sostenible y para el alivio de la pobreza, como mantener la estabilidad macroeconómica, avanzar en la liberalización del comercio y construir instituciones sólidas y transparentes que rindan cuentas de su desempeño.