

## La supervisión durante el ejercicio 2006



**d**e conformidad con el Artículo IV de su Convenio Constitutivo, el FMI se encarga de supervisar el sistema monetario internacional para asegurar su buen funcionamiento y para vigilar que todos los países miembros cumplan con su obligación de colaborar con la institución y entre sí para establecer regímenes de cambios ordenados y promover un sistema estable de tipos de cambios. Parte de estas responsabilidades se cumplen mediante el seguimiento que el FMI realiza de las circunstancias económicas y las políticas aplicadas tanto en los 184 países miembros como en el marco de acuerdos o uniones monetarias regionales. El FMI también observa la evolución económica y financiera en el plano mundial. La vigilancia que el FMI efectúa de las políticas y la evolución económica a escala mundial, nacional y regional se denomina supervisión.

En el ejercicio 2006, la supervisión mundial del FMI se centró en el riesgo que representan para el crecimiento mundial los desequilibrios mundiales en los pagos, la subida de los precios del petróleo y el aumento de las tasas de interés en los países industriales y su posible repercusión en el creciente nivel de deuda de los hogares. Algunas otras cuestiones que se examinaron fueron las consecuencias económicas de una posible pandemia de gripe aviar, la innovación en los mercados financieros, las crecientes tendencias proteccionistas y los efectos fiscales y macroeconómicos del envejecimiento de la población. Estos temas se analizaron a fondo en las principales evaluaciones bianuales de supervisión mundial que realiza el FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, que el Directorio Ejecutivo debatió en agosto y septiembre de 2005 y en marzo de 2006, y en los informes sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*), examinados en agosto de 2005 y marzo de 2006.

En abril de 2006, en la víspera de las Reuniones de Primavera del FMI y el Banco Mundial, el FMI organizó una conferencia sobre los desequilibrios mundiales a la que asistieron autoridades nacionales, funcionarios de alto rango y algunos representantes distinguidos del sector académico. La reunión, de carácter oficioso y celebrada a puerta cerrada, giró en torno a las estrategias que pueden adoptarse desde el punto de vista de las políticas para abordar el problema de los desequilibrios mundiales. El Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI), en su comunicado del 22 de abril de 2006, señaló que el debate confirmó la validez de la estrategia convenida en materia de política económica para corregir los desequilibrios y que, dados los vínculos económicos que los unen, corresponde

a todos los países y regiones hacer un aporte (véase el texto completo del comunicado en el apéndice IV).

El FMI siguió desplegando esfuerzos para afianzar la supervisión de las políticas macroeconómicas y de los mercados financieros, conforme a lo dispuesto en la estrategia a mediano plazo (véase el capítulo 2). Se ha reforzado la función que la gerencia y el personal técnico desempeñan en el seno del Comisión de Supervisión, que preside el Director Gerente. La Oficina de Evaluación Independiente (OEI) llevó a cabo evaluaciones exhaustivas de la supervisión multilateral que realiza el FMI (véase la página 35) y del Programa de Evaluación del Sector Financiero (el tema de la supervisión del sector financiero se analiza en el capítulo 4)<sup>1</sup>.

El FMI siguió destacando la importancia de las cuestiones cambiarias y, entre otros aspectos, amplió y mejoró las herramientas que utiliza para analizar los tipos de cambio. De conformidad con lo dispuesto en el Convenio Constitutivo, el FMI publica el informe anual sobre regímenes de cambio y restricciones cambiarias (*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*), que se elabora sobre la base de consultas con las autoridades nacionales y contiene un conjunto completo de datos sobre los regímenes cambiarios de los países y las restricciones de los tipos de cambio y el comercio.

En el plano nacional, el Directorio Ejecutivo del FMI realizó 131 consultas del Artículo IV durante el ejercicio 2006 (véase el cuadro 3.1). A escala regional, se analizaron las políticas de cuatro uniones monetarias, a saber, la Comunidad Económica y Monetaria de África Central, la Unión Económica y Monetaria del África Occidental, la Unión Monetaria del Caribe Oriental y la zona del euro.

## Supervisión mundial

El Directorio Ejecutivo del FMI realiza su función de supervisión mundial examinando la evolución y las perspectivas mundiales de la economía y el mercado financiero. Los exámenes respectivos se realizan dos veces a la año y se basan en las ediciones de *Perspectivas de la economía mundial* y *Global Financial Stability Report* (informe sobre la estabilidad financiera mundial), que se publican conjuntamente con una exposición

<sup>1</sup>La misión y las actividades de la OEI se describen en el capítulo 9.

**Cuadro 3.1 Consultas del Artículo IV concluidas en el ejercicio 2006**

País	Reunión del Directorio	Nota de información al público	Publicación del informe del personal técnico
Afganistán, Estado Islámico del	6-III-2006	8-III-2006	16-III-2006
Alemania	11-I-2006	18-I-2006	18-I-2006
Antigua y Barbuda	21-XII-2005	1-II-2006	22-IV-2006
Antillas Neerlandesas	10-III-2006	30-III-2006	31-III-2006
Arabia Saudita	7-X-2005	5-XII-2005	
Argelia	13-II-2006	9-III-2006	9-III-2006
Argentina	20-VI-2005	30-VI-2005	18-VII-2005
Aruba	25-V-2005	1-VI-2005	15-VI-2005
Australia	29-VIII-2005	12-IX-2005	12-IX-2005
Austria	20-VII-2005	25-VII-2005	25-VII-2005
Azerbaiyán	27-III-2006	25-IV-2006	
Bahamas, Las	24-VI-2005	7-VII-2005	7-VII-2005
Bahrein	17-II-2006		
Bangladesh	29-VI-2005	18-VII-2005	22-VII-2005
Barbados	5-VIII-2005	15-VIII-2005	15-VIII-2005
Belarús	17-VI-2005	28-VI-2005	28-VI-2005
Bélgica	27-II-2006	1-III-2006	1-III-2006
Belice	19-IX-2005	30-IX-2005	30-IX-2005
Bhután	11-VII-2005	18-VII-2005	
Bosnia y Herzegovina	27-V-2005	15-VI-2005	15-VI-2005
Botswana	22-VI-2005	23-II-2006	23-II-2006
Brunei Darussalam	13-VII-2005	30-IX-2005	
Burkina Faso	7-IX-2005	29-IX-2005	30-IX-2005
Cabo Verde	25-V-2005	11-VIII-2005	6-IX-2005
Chile	29-VII-2005	5-VIII-2005	1-IX-2005
China	3-VIII-2005	12-IX-2005	17-XI-2005
Comoras	18-VII-2005	12-VIII-2005	16-VIII-2005
Congo, República Democrática del	29-VIII-2005	29-IX-2005	20-X-2005
Djibouti	28-IX-2005		
Dominica	14-X-2005	25-X-2005	26-X-2005
Ecuador	25-I-2006	9-II-2006	10-III-2006
Egipto	18-V-2005	7-VI-2005	7-VI-2005
Emiratos Árabes Unidos	1-VII-2005	15-VII-2005	5-VIII-2005
Eritrea	27-III-2006		
Eslovenia	20-VII-2005	28-VII-2005	28-VII-2005
Estados Unidos	22-VII-2005	29-VII-2005	29-II-2005
Estonia	26-X-2005	4-XI-2005	4-XI-2005
Etiopía	17-III-2006	2-V-2006	
Filipinas	13-II-2006	6-III-2006	6-III-2006
Finlandia	30-I-2006	1-II-2006	3-II-2006
Francia	2-XI-2005	7-XI-2005	7-XI-2005
Gambia	18-VII-2005	8-IX-2005	10-I-2006
Georgia	31-III-2006	19-IV-2006	16-V-2006
Ghana	20-VI-2005	9-VIII-2005	15-VIII-2005
Granada	13-VII-2005	29-VII-2005	12-VIII-2005
Grecia	14-XII-2005	6-I-2006	6-I-2006
Guatemala	16-V-2005	27-VII-2005	6-X-2005
Guinea	23-XII-2005	27-I-2006	3-II-2006
Haití	16-V-2005	17-VI-2005	17-VI-2005
Hong Kong, RAE de	23-I-2006	13-II-2006	13-II-2006
Hungría	15-VI-2005	29-VI-2005	29-VI-2005
India	6-II-2006	21-II-2006	21-II-2006
Indonesia	18-VII-2005	27-VII-2005	9-IX-2005
Irán, República Islámica del	10-III-2006	27-III-2006	28-IV-2006
Iraq	1-VIII-2005	16-VIII-2005	16-VIII-2005
Irlanda	5-X-2005	17-X-2005	17-X-2005
Islandia	3-X-2005	14-X-2005	14-X-2005
Islas Marshall	15-II-2006	8-III-2006	8-III-2006
Islas Salomón	28-IX-2005	13-X-2005	13-X-2005
Israel	22-III-2006	23-III-2006	23-III-2006
Italia	6-II-2006	7-II-2006	16-II-2006
Jamaica	24-II-2006	25-IV-2006	1-V-2006
Japón	29-VII-2005	8-VIII-2005	8-VIII-2005
Jordania	21-XI-2005	5-I-2006	
Kazajstán	1-VII-2005	13-VII-2005	21-VII-2005

**Cuadro 3.1 (conclusión)**

País	Reunión del Directorio	Nota de información al público	Publicación del informe del personal técnico
Kiribati	4-V-2005		
Kuwait	10-III-2006	29-III-2006	7-IV-2006
Lesotho	19-IX-2005	29-IX-2005	28-XII-2005
Letonia	27-VII-2005	10-VIII-2005	10-VIII-2005
Liberia	26-IV-2006	2-V-2006	
Libia	17-III-2006	10-IV-2006	10-IV-2006
Luxemburgo	26-IV-2006	8-V-2006	8-V-2006
Madagascar	1-VI-2005	27-IX-2005	27-IX-2005
Malasia	13-III-2006	20-III-2006	
Maldivas	22-II-2006	28-II-2006	
Malí	19-XII-2005	6-III-2006	
Malta	14-X-2005	24-X-2005	24-X-2005
Marruecos	29-VIII-2005	15-IX-2005	23-XI-2005
Mauricio	2-XII-2005	3-I-2006	
Mauritania	27-V-2005	2-VI-2005	
México	9-XI-2005	1-XII-2005	9-XII-2005
Mongolia	21-IX-2005	6-X-2005	15-XI-2005
Mozambique	22-VI-2005	6-IX-2005	6-IX-2005
Namibia	24-III-2006	28-IV-2006	28-IV-2006
Nepal	18-I-2006	2-II-2006	7-II-2006
Nicaragua	18-I-2006		
Nigeria	18-VII-2005	10-VIII-2005	26-VIII-2005
Noruega	3-VI-2005	13-VI-2005	14-VI-2005
Nueva Zelanda	2-V-2005	5-V-2005	5-V-2005
Nueva Zelanda	28-IV-2006	4-V-2006	4-V-2006
Omán	11-XI-2005	9-XII-2005	
Países Bajos	29-VI-2005	14-VII-2005	14-VII-2005
Pakistán	2-XI-2005	17-XI-2005	17-XI-2005
Palau	15-II-2006	2-III-2006	13-III-2006
Panamá	15-II-2006	14-III-2006	6-IV-2006
Papua Nueva Guinea	13-II-2006	24-II-2006	13-III-2006
Polonia	22-VII-2005	22-VII-2005	2-VIII-2005
Portugal	14-X-2005	19-X-2005	20-X-2005
Reino Unido	1-III-2006	3-III-2006	3-III-2006
República Árabe Siria	31-VIII-2005	3-X-2005	3-X-2005
República Centroafricana	24-X-2005	29-XI-2005	2-XII-2005
República Checa	1-VIII-2005	9-VIII-2005	9-VIII-2005
República Democrática Popular Lao	8-III-2006	21-III-2006	
República Dominicana	17-X-2005	7-XI-2005	
República Eslovaca	20-III-2006	22-III-2006	21-III-2006
Rumania	26-IV-2006	4-V-2006	9-V-2006
Rusia, Federación de	7-IX-2005	21-IX-2005	20-X-2005
Saint Kitts y Nevis	21-XII-2005	1-II-2006	
Samoa	17-VI-2005	27-VI-2005	29-VI-2005
San Vicente y las Granadinas	13-VII-2005		
Santa Lucía	21-XII-2005	9-II-2006	
Santo Tomé y Príncipe	6-III-2006	29-III-2006	
Serbia y Montenegro	29-VI-2005	5-VII-2005	14-VII-2005
Seychelles	10-III-2006		
Singapur	17-III-2006	5-V-2006	4-V-2006
Sri Lanka	15-VII-2005	2-VIII-2005	13-IX-2005
Sudáfrica	2-IX-2005	15-IX-2005	19-IX-2005
Suecia	7-IX-2005	15-IX-2005	15-IX-2005
Suiza	6-VI-2005	10-VI-2005	10-VI-2005
Suriname	24-II-2006	10-IV-2006	10-IV-2006
Swazilandia	8-II-2006	24-II-2006	13-III-2006
Tailandia	7-IX-2005	27-X-2005	
Timor-Leste	15-VI-2005	20-VII-2005	25-VII-2005
Tonga	15-VII-2005	31-VIII-2005	
Trinidad y Tabago	11-XI-2005	30-XI-2005	1-II-2006
Turkmenistán	18-I-2006		
Ucrania	9-XI-2005	11-XI-2005	28-XI-2005
Uzbekistán	16-V-2005	10-VI-2005	
Vietnam	7-X-2005	24-I-2006	24-I-2006
Zambia	11-I-2006	1-II-2006	3-II-2006
Zimbabwe	9-IX-2005	4-X-2005	4-X-2005

sumaria del debate del Directorio Ejecutivo como documentación para las reuniones bianuales del CMFI. En *Perspectivas de la economía mundial* se analizan el panorama económico y la política mundial, las regionales y las nacionales, en tanto que en el informe sobre la estabilidad financiera mundial se examinan la evolución y los riesgos de los mercados internacionales de capital. Entre la publicación de ambos estudios, el Directorio también realiza análisis informales más frecuentes sobre la evolución mundial de la economía y los mercados, y el personal técnico de la institución vigila constantemente las tendencias económicas y financieras en los 184 países miembros y en el resto del mundo. Asimismo, la gerencia y el personal técnico del FMI participan en debates de política económica con ministros de Hacienda, gobernadores de bancos centrales y otros funcionarios de distintos grupos, como el Grupo de los Siete (integrado por los principales países industriales), el Grupo de los Veinticuatro (integrado por países en desarrollo) y el Grupo de los Veinte (integrado por países industriales y de mercados emergentes).

## Perspectivas de la economía mundial

### *Perspectivas de la economía mundial, septiembre de 2005*

En las reuniones sobre *Perspectivas de la economía mundial* celebradas en agosto y septiembre de 2005<sup>2</sup>, los directores ejecutivos se manifestaron complacidos ante la continua y vigorosa expansión que registró la economía mundial. Tras el desempeño de 2004 —el más vigoroso en tres decenios—, el crecimiento económico mundial se moderó, para tomar un ritmo más sostenible en 2005, en tanto que las presiones inflacionarias se mantuvieron contenidas. Sin embargo, persistieron amplias disparidades en el crecimiento, con Estados Unidos y China a la cabeza del resto del mundo, Japón recuperando el ímpetu y una tímida expansión en la zona del euro. Los desequilibrios mundiales de los pagos siguieron agudizándose.

A pesar del impacto del aumento de los precios del petróleo y los desequilibrios mundiales, los directores previeron que las condiciones mundiales seguirían siendo favorables, pero advirtieron que los riesgos se inclinaban más bien hacia un deterioro de las perspectivas, proyectándose un crecimiento que seguiría en desequilibrio y con gran dependencia de Estados Unidos y China. Entre otros riesgos a corto plazo, se mencionó la posibilidad de una contracción sustancial de las condiciones en los mercados financieros, que contribuiría a una desaceleración mundial de los mercados inmobiliarios y a un recrudecimiento de las actitudes proteccionistas en ciertos países.

Los directores reconocieron que el impacto limitado del alza de los precios del petróleo en la economía mundial era atribuible en parte a la reducción de la intensidad energética de la

actividad económica, así como a expectativas inflacionarias bien ancladas. No obstante, varios directores expresaron su preocupación por la incidencia de los precios elevados y volátiles del petróleo en el futuro.

El hecho de que los desequilibrios mundiales se hayan agudizado y de que haya cambiado su distribución siguió siendo un riesgo fundamental para las perspectivas económicas a mediano plazo. El nivel inusualmente bajo en esa etapa del ciclo económico dio lugar a un exceso de ahorro a escala mundial, lo que contribuyó a las bajas tasas de interés reales y a la distribución observada de los desequilibrios entre las principales regiones. Los directores señalaron que la continua disposición de los inversionistas extranjeros a mantener activos denominados en dólares de EE.UU. permitió que el elevado déficit en cuenta corriente de ese país se financiara sin dificultades, pero hicieron hincapié en que esa situación no tendrá una duración indefinida. Elogiaron los avances en la ejecución de la estrategia cooperativa para corregir los desequilibrios mundiales acordada en la reunión del CMFI en octubre de 2004, y destacaron, en particular, la mejora de la situación fiscal en Estados Unidos, las medidas adoptadas en China y Malasia para incrementar la flexibilidad cambiaria y las señales del repunte de la demanda interna en Japón.

No obstante, subrayaron que será necesario redoblar considerablemente los esfuerzos y reiteraron su preocupación con respecto a los focos persistentes de vulnerabilidad en la economía mundial, como las situaciones fiscales insostenibles a mediano plazo y el incremento de la deuda en los principales países industriales. Insistieron en la necesidad de adoptar políticas para fomentar el crecimiento a largo plazo, como la reforma de los mercados de productos y del trabajo en la zona del euro, la reforma financiera y empresarial en Japón y en numerosas economías emergentes de Asia, el fortalecimiento de la supervisión bancaria en Europa central y oriental y la mejora del clima de inversión en muchos países de mercados emergentes. Revestirán una importancia crucial la conclusión satisfactoria de la Ronda de Doha, las medidas que tomen los países de bajo ingreso para reducir la pobreza y la creación de instituciones sólidas en los países de mercados emergentes y en desarrollo. Al referirse al rápido aumento de los superávits en cuenta corriente de los países exportadores de petróleo, los directores hicieron hincapié en que estos países tienen que aprovechar el aumento de los ingresos para incrementar el gasto en ámbitos donde se obtienen altos rendimientos sociales o permitir cierta apreciación del tipo de cambio real a mediano plazo.

Los directores expresaron su satisfacción con el análisis preparado por el personal técnico con respecto a los regímenes de metas de inflación, una estrategia monetaria cada vez más utilizada en los países de mercados emergentes (véase el recuadro 3.1). Para muchos directores, estas estrategias podrían aportar ventajas importantes a esos países al reducir la inflación y al anclar mejor las expectativas inflacionarias.

<sup>2</sup>Véase el informe en [www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/02/esl/weo0905s.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/02/esl/weo0905s.pdf). La exposición sumaria del debate del Directorio puede consultarse en la página 209 del mismo documento.

### Perspectivas de la economía mundial, abril de 2006

En las reuniones sobre *Perspectivas de la economía mundial* celebradas en marzo de 2006<sup>3</sup>, los directores ejecutivos se manifestaron complacidos por la vigorosa expansión que continuó experimentando la economía mundial, que superó las expectativas anunciadas durante las reuniones de agosto de 2005. Pese al encarecimiento del petróleo y a una serie de catástrofes naturales, la actividad económica del segundo semestre de 2005 y de principios de 2006 fue intensa, y las presiones inflacionarias permanecieron moderadas. La expansión también se ha extendido geográficamente. Si bien el principal motor del crecimiento entre las economías industriales sigue siendo Estados Unidos, ahora existe el respaldo creciente de la reactivación de la economía japonesa y de los indicios de recuperación sostenida en la zona del euro. Entre los mercados emergentes y los países en desarrollo, el crecimiento siguió siendo fuerte y la actividad económica fue especialmente pujante en China, India y Rusia. Los directores recalcaron que aun en medio de este ambiente favorable, todavía no se han eliminado focos de vulnerabilidad críticos, entre los que sobresalen los desequilibrios en cuenta corriente a nivel mundial.

De cara al futuro, los directores previeron que las condiciones económicas mundiales seguirán siendo propicias y que el repunte paulatino de la inversión contribuirá a resistir los constantes embates del precio del petróleo. Del lado positivo, los directores señalaron que si el crecimiento de algunos países de mercados emergentes sigue superando las expectativas o el sector empresarial de las economías avanzadas agota sus superávits financieros antes de lo esperado, el crecimiento podría acelerarse. Del lado negativo, como el mercado petrolero sigue siendo vulnerable a los shocks por una falta de capacidad de producción excedentaria y como los precios son cada vez más sensibles a la preocupación por la oferta, muchos directores manifestaron que el encarecimiento del petróleo podría perjudicar aún más el crecimiento mundial.

<sup>3</sup>Véase el informe en [www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/01/esl/weo0406s.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/01/esl/weo0406s.pdf). Las deliberaciones del Directorio Ejecutivo pueden consultarse en la página 177 del mismo estudio.

### Recuadro 3.1 Metas de inflación

El régimen de metas de inflación se está adoptando en un número cada vez mayor de países de mercados emergentes y en desarrollo como un ancla nominal alternativa al tipo de cambio fijo o a las metas monetarias. El desempeño económico en esos países ha sido en general positivo, incluso en aquellos en los que en el momento de adoptar ese régimen no existían sistemas institucionales consolidados ni mecanismos establecidos para su aplicación.

Sin embargo, cabe hacer algunas acotaciones con respecto a las ventajas del régimen de metas de inflación en comparación con las ventajas de otros regímenes. En un seminario que tuvo lugar en febrero de 2006, el Directorio Ejecutivo hizo alusión a la corta experiencia que se tiene con ese régimen y al pequeño tamaño de la muestra de países estudiados<sup>1</sup>. Algunos directores también señalaron que posiblemente se había dado una autoselección de los países incluidos en la muestra y manifestaron que el logro de resultados positivos con el régimen de metas de inflación puede deberse a que en general las preferencias de los países han dado un viraje y ahora se orientan más hacia la estabilidad de los precios.

<sup>1</sup>El análisis se basó en un documento, "Inflation Targeting and the IMF", que se encuentra (en inglés) en [www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/031606.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/031606.pdf). La exposición resumaria del debate del Directorio puede consultarse (en inglés) en [www.imf.org/external/np/sec/pn/2006/pn0640.htm](http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2006/pn0640.htm).

La experiencia positiva con los regímenes de metas de inflación en los países de mercados emergentes indica que la existencia de condiciones técnicas e institucionales previas a la introducción de la estrategia no es fundamental como se había pensado antes, y es menos importante que el desarrollo de capacidades tras la adopción del régimen. No obstante, para poder lograr buenos resultados, sí son importantes algunas condiciones, como la autonomía del banco central, la consolidación fiscal y el desarrollo adecuado del mercado financiero. Los directores también resaltaron la importancia de que las autoridades monetarias y fiscales asuman un firme compromiso con el régimen de metas de inflación antes de introducirlo, de que exista un respaldo político sólido y una política fiscal coherente, y de que se comuniquen de manera efectiva las intenciones que se tienen al introducir esa política.

Al mismo tiempo, muchos directores indicaron que la adopción de metas de inflación no debe considerarse una panacea, y que en muchos países que están estudiando la introducción de ese régimen habrá que superar las dificultades de carácter operativo y las limitaciones en la capacidad. Además, en algunos países, esas limitaciones en la capacidad y otras características estructurales de sus economías pueden hacer que las metas de inflación no sea la estrategia más indicada para el futuro cercano. La fijación de metas de inflación ofrece grandes ventajas, pero quizá no sea apropiada para todos los países.

Otros riesgos que se mencionaron fueron un endurecimiento repentino de las condiciones de los mercados financieros y una posible pandemia de gripe aviar.

No obstante, lo que más preocupa a los directores es la agudización de los desequilibrios mundiales. En Estados Unidos, el déficit en cuenta corriente alcanzó niveles sin precedentes, que tuvieron como contrapartida grandes superávits en los países exportadores de petróleo, varias economías industrializadas pequeñas, Japón, China y otras economías emergentes de Asia. Los directores en general consideraron que sigue siendo poco probable que los desequilibrios sufran una corrección desordenada, pero esa eventualidad, de concretarse, podría tener considerables efectos negativos para la economía mundial y el sistema financiero internacional, y exhortaron a tomar medidas para reducir estos factores de vulnerabilidad. La corrección progresiva de los desequilibrios deberá basarse tanto en



## Filipinas

Desde 2001, cuando concluyó el último acuerdo de financiamiento con Filipinas, el FMI ha realizado un seguimiento posterior al programa en el país. El diálogo de política económica del FMI con las autoridades filipinas se centró en la necesidad de reducir las vulnerabilidades y sentar las bases para incrementar el crecimiento y la inversión. En los últimos años, ante la elevada deuda pública, el voluminoso déficit fiscal y las cuantiosas pérdidas experimentadas por la empresa nacional de electricidad, el país estuvo sujeto a frecuentes y acusados cambios de actitud de los inversionistas.

Las reformas económicas registraron significativos avances desde fines de 2004. Las tarifas eléctricas se incrementaron, lo que redujo notablemente las pérdidas de la empresa nacional de electricidad, y se introdujo una reforma sin precedentes en el impuesto al valor agregado (IVA), con la inclusión de los productos energéticos y un aumento de la tasa. En el sector financiero se afianzó el mecanismo para fines especiales establecido con el fin de facilitar la venta de activos no redituables. Esto fue recibido favorablemente por los mercados financieros: se apreció el peso y se redujeron los diferenciales de los bonos. Este progreso se logró a pesar de la turbulencia política que a mediados de 2005 descartó transitoriamente el programa de reformas. Varios miembros clave del gabinete dimitieron y la Corte Suprema emitió una orden mediante la que suspendió temporalmente el paquete de reformas del IVA. A principios de 2006 la Presidenta declaró el estado de emergencia como consecuencia de un fallido golpe de Estado. De cara al futuro, el desafío consiste en mantener el impulso de la reforma con el fin de incrementar la baja tasa de inversión nacional.

Las autoridades filipinas y el FMI han mantenido un constante diálogo durante este proceso de reformas. Las autoridades valoran esta relación, como lo evidencia su decisión de continuar el seguimiento posterior al programa aun cuando el saldo de la deuda sea muy inferior al umbral del 100% de la cuota, en el cual generalmente termina dicho seguimiento. El FMI también prestó asistencia técnica a Filipinas para mejorar la administración tributaria y aduanera y fortalecer la base estadística.

### Actividades del FMI y Filipinas durante el ejercicio 2006

Mayo de 2005	Se celebra en Manila un seminario, auspiciado por las autoridades y el FMI, sobre el desarrollo del mercado interno de capitales.
Septiembre de 2005	Concluyen las deliberaciones del Directorio Ejecutivo del FMI sobre el seguimiento posterior al programa con Filipinas.
Febrero de 2006	El Directorio Ejecutivo del FMI concluye la consulta del Artículo IV con Filipinas.

un reestablecimiento sustancial del equilibrio de la demanda entre los países como en ajustes de los tipos de cambios.

Los directores recalcaron que, si bien el sector privado desempeñará una función crítica en la solución de los desequilibrios mundiales, un ajuste basado puramente en los mercados conlleva un riesgo sustancial y es importante poner en marcha sin demora las medidas de política que conforman la estrategia convenida. Destacaron además la importancia de equilibrar mejor el crecimiento promovido externa e internamente, y de reformar los sistemas financieros nacionales para fomentar la demanda interna. Como están unidos por lazos económicos, todos los países y las regiones deberán participar en el ajuste de los desequilibrios, y cada país debería flexibilizar su propia economía para adaptarse mejor a la evolución mundial de la demanda interna y externa.

Para los directores, el FMI sigue desempeñando un papel crítico a la hora de promover una solución coordinada, multilateral y a mediano plazo para corregir los desequilibrios mundiales. Tras lograrse un consenso en torno a la estrategia global, el desafío se convirtió en ultimar las modalidades precisas y acelerar la ejecución. Los directores también subrayaron la importancia del asesoramiento que brinda el FMI a los países al instarlos a resistir las presiones proteccionistas y ayudarlos a aprovechar las ventajas comparativas mediante una integración más profunda.

Asimismo, reiteraron su preocupación con respecto a otros dos retos a los que la economía mundial se enfrenta desde hace mucho tiempo.

- Hay situaciones fiscales insostenibles a mediano plazo que continúan siendo un riesgo crítico. En los principales países industriales, con la excepción de Japón, la situación fiscal básica apenas ha mejorado desde 2003 y, según las proyecciones, las condiciones se mantendrán sin grandes cambios durante el próximo bienio.
- Es necesario redoblar los esfuerzos para crear condiciones que permitan aprovechar las oportunidades derivadas de la globalización y sustentar el crecimiento. Los directores insistieron en la necesidad de resistir las presiones proteccionistas y de velar por que la Ronda de Doha cumpla todos sus cometidos. Convinieron en que, a nivel nacional, la promoción de la reforma estructural es un factor indispensable para suprimir los obstáculos al crecimiento a largo plazo.

Si bien recalcaron que la globalización tendrá un efecto transitorio en la inflación a menos que altere los objetivos de la política monetaria, los directores señalaron que la caída de los precios de las importaciones había tenido efectos sensibles sobre la inflación de los países industriales a lo largo de períodos de uno o dos años, y añadieron que la globalización ha repercutido mucho en los precios relativos. Sin embargo, convinieron que no es procedente depender de la globalización para evitar un brote inflacionario, y que los bancos centrales

deben mantenerse atentos a la aparición de indicios de presión inflacionaria.

En los mercados financieros mundiales, la coyuntura sigue siendo muy favorable en vista de los niveles inusualmente bajos en que se encuentran las primas de riesgo y la volatilidad. Los directores hicieron notar que el elevado nivel de ahorro de las empresas es uno de los factores que ha contribuido a las bajas tasas de interés mundiales, pero la mayoría opina que el ahorro disminuirá en el curso de los próximos años, a medida que aumente la inversión, lo cual probablemente ejercerá una presión alcista sobre las tasas de interés a largo plazo.

#### Países industriales

Los directores manifestaron su satisfacción por la fuerte expansión que continúa experimentando la economía de *Estados Unidos* pese a la desaceleración pasajera registrada en el último trimestre de 2005. Como las empresas están acumulando utilidades cada vez más abundantes, su tasa de inversión y la tasa de empleo podrían superar las expectativas. No obstante, del lado negativo, el ingente déficit en cuenta corriente significa que Estados Unidos es vulnerable a un vuelco en la actitud de los inversionistas, y que una desaceleración fuerte del mercado de la vivienda y el encarecimiento de la energía podrían frenar el consumo. En vista de que la inflación básica está bien contenida, los mercados financieros consideran que el actual ciclo de endurecimiento monetario casi ha llegado a su fin, pero los directores hicieron hincapié en la necesidad de prestar atención a todo indicio de presión inflacionaria. Aunque la marcada disminución del déficit presupuestario federal durante el ejercicio 2005 fue motivo de satisfacción, la mayoría de los directores opinó que se necesitará un ajuste fiscal mucho más ambicioso en el ejercicio 2006 y en los siguientes para poder alcanzar el equilibrio presupuestario global (sin tener en cuenta la seguridad social) en el año 2010, mediante una disciplina fiscal más estricta y mejoras en la recaudación. En ese sentido, algunos directores señalaron que una rápida reducción del déficit fiscal podría frenar el crecimiento estadounidense y mundial si no se acelera la demanda en otros países.

Hubo indicios de una recuperación más vigorosa en la *zona del euro*, pero los directores advirtieron que sigue siendo demasiado vulnerable a los factores externos, en especial los precios del petróleo y la demanda mundial. En vista de que las presiones inflacionarias fundamentales son limitadas y la demanda interna se mantiene frágil, la mayoría de los directores señaló que la política monetaria debe continuar respaldando adecuadamente la reactivación. Los directores expresaron su preocupación por la falta de progreso en la reducción de los déficits presupuestarios y convinieron en que la mayor parte de los países debe intentar lograr un equilibrio fiscal general para fines de esta década. Frente a la intensificación de las presiones fiscales debidas al envejecimiento de la población, los directores concedieron particular importancia a la necesidad de reformar los sistemas

sociales europeos e insistieron en que es esencial continuar con la reforma estructural para elevar la baja tasa de crecimiento potencial de la región.

Los directores elogiaron la reactivación de la economía de *Japón* y dejaron constancia de que el principal motor es la demanda interna, respaldada por el creciente empleo, la abundancia de las utilidades empresariales y la recuperación del crédito bancario. Previeron que el ímpetu del crecimiento continuará, pero señalaron como riesgo potencial un repunte del consumo privado por encima de lo proyectado debido a un aumento del empleo y de la renta del trabajo. Expresaron su satisfacción por el hecho de que la inflación básica medida según el IPC se haya tornado ligeramente positiva y de que el Banco de Japón haya podido dejar atrás la política de distensión cuantitativa, pero destacaron que las tasas de interés deben mantenerse en cero hasta que la deflación esté decisivamente derrotada. Los directores tomaron nota de la disminución del déficit presupuestario del gobierno general, pero recomendaron mayor premura en la mejora de la situación fiscal para estabilizar la deuda pública y poder soportar las presiones presupuestarias generadas por el envejecimiento de la población. Hicieron hincapié en la necesidad de concretar las reformas estructurales restantes para estimular la productividad y de llevar a término la reestructuración de los sectores financiero y empresarial.

#### Países de mercados emergentes y en desarrollo

Los directores se manifestaron complacidos por el crecimiento rápido y continuo registrado en las *economías emergentes de Asia* y previeron el mismo ímpetu para 2006, una vez más con China e India a la cabeza. Recalaron la necesidad de que el crecimiento de la región esté más equilibrado y exhortaron a las autoridades a acelerar la reforma estructural. La mayoría de los directores opinó también que convendría permitir una apreciación de los tipos de cambio en los países con superávit.

En cuanto a *América Latina*, los directores prevén que la expansión económica continuará siendo sólida en 2006, y que la demanda externa seguirá siendo un motor importante del crecimiento. Sin dejar de reconocer la disciplina fiscal impuesta en gran parte de la región, muchos directores instaron a varios países a avanzar más en la reducción de la deuda, lo que exigirá que se sigan aplicando políticas fiscales estrictas y realizando reformas estructurales, entre otros aspectos, con medidas para mejorar el clima empresarial.

Los directores previeron que el crecimiento en las *economías emergentes de Europa* seguirá siendo firme, pero advirtieron que está supeditado a la recuperación de la demanda en la zona del euro. Tras señalar que los principales riesgos para este pronóstico son los profundos déficits en cuenta corriente de la región y, en algunos países, el rápido aumento del crédito, los directores instaron a intensificar la consolidación fiscal en Europa central para recortar los déficits externos.

El aumento del PIB real de los países que integran la *Comunidad de Estados Independientes* se ha desacelerado notablemente. Los directores insistieron en que la política monetaria tendrá que desempeñar un papel más activo en la lucha contra la inflación y que, entre otros aspectos, deberá permitir una mayor apreciación del tipo de cambio nominal cuando sea necesario. Si bien los países beneficiarios del aumento de los ingresos petroleros disponen de un margen para ampliar el gasto productivo, los directores advirtieron que ese gasto debería estar acorde con objetivos macroeconómicos y factores cíclicos más generales. Asimismo, recalcaron la necesidad de emprender reformas estructurales para realzar el papel del sector privado y profundizar las instituciones de mercado.

Los directores celebraron el pujante crecimiento de las economías de *África subsahariana* y previeron que en 2006 alcanzaría la tasa más alta de los tres últimos decenios gracias al elevado nivel de los precios de los productos básicos, la mejora de las políticas macroeconómicas y la reforma estructural. Destacaron que será indispensable mantener un sólido crecimiento a largo plazo para reducir la incidencia de la pobreza en la región y lograr avanzar hacia los Objetivos de Desarrollo del Milenio. El Directorio subrayó la importancia de seguir adelante con reformas que permitan incorporar mejoras al ámbito institucional, junto con reformas estructurales que estimulen la inversión privada y reduzcan la dependencia de los ciclos mundiales que atraviesan los productos básicos. A la vez, instaron a la comunidad internacional a respaldar los programas de reforma de las naciones africanas, entre otras formas, engrosando las corrientes de recursos y ampliando su acceso a los mercados de acuerdo con los compromisos asumidos.

El crecimiento de *Oriente Medio* siguió siendo vigoroso, gracias principalmente a un aumento sustancialmente mayor de los ingresos por exportación en los países exportadores de petróleo. A pesar de la intensificación de la demanda interna, la inflación se mantuvo moderada, ya que los países ahorraron más ingresos petroleros adicionales que en episodios anteriores. Los directores recalcaron que, como se prevé que una proporción sustancial del alza de los precios del petróleo será permanente, habría que plantearse una cuidadosa planificación del gasto para elevar el crecimiento potencial en las economías petroleras y no petroleras, y ofrecer más oportunidades de empleo al creciente sector de la población en edad de trabajar.

## Informe sobre la estabilidad financiera mundial

### Informe de septiembre de 2005

En sus deliberaciones de agosto de 2005 acerca del informe sobre estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*)<sup>4</sup>, el Directorio Ejecutivo observó que la capacidad de

recuperación del sistema financiero mundial estuvo apuntalada por una combinación de crecimiento firme, bajos niveles de inflación, rendimientos reducidos de los bonos, curvas de rendimiento planas y diferenciales de crédito restringidos. Además, la mejora sustancial de los balances en los sectores soberano, empresarial y de los hogares, aunados a cambios estructurales como la creciente importancia y diversidad de los inversionistas institucionales, creó un margen de protección importante para los mercados financieros. No obstante, si bien el riesgo a corto plazo se ha atenuado, los posibles factores de vulnerabilidad —entre los que se destacan el incremento de los desequilibrios mundiales y de los niveles de deuda, sobre todo en el sector de los hogares— siguen estando latentes a mediano plazo.

En los mercados maduros, las tasas de interés a largo plazo se mantuvieron bajas por varias razones, tales como los escasos niveles de inversión, que han dado lugar a un exceso de ahorro mundial, una reducción de las primas por riesgo de inflación gracias a la mayor credibilidad de los bancos centrales, la acumulación de reservas en los bancos centrales de Asia y un cambio de tendencia en las carteras de los inversionistas institucionales, que están reemplazando las acciones por bonos. La búsqueda de rendimientos sigue siendo el factor que domina la evolución de los mercados financieros.

Los directores tomaron nota de la recuperación del dólar estadounidense frente a las principales monedas internacionales pese al agravamiento del déficit en cuenta corriente de ese país, ya que los inversionistas consideraron que las tasas de interés y los diferenciales de crecimiento operan en favor de Estados Unidos. Por este motivo, la preferencia mundial por activos estadounidenses se mantuvo firme. Sin embargo, aunque sean probabilidades remotas, no se pueden descartar ni el riesgo de una mayor volatilidad de los tipos de cambios ni la posibilidad de un consiguiente repunte de los rendimientos de los bonos de Estados Unidos provocado por una merma de los flujos de capital a ese país. El Directorio Ejecutivo aplaudió las medidas tomadas por China y Malasia para flexibilizar sus monedas.

Muchos directores manifestaron preocupación por los reducidos costos de financiamiento de las hipotecas, que han generado aumentos sustanciales de la deuda de los hogares, sobre todo en Estados Unidos. El relajamiento de las normas de crédito y de las condiciones de los productos —como las hipotecas que prevén solo el pago de intereses o la amortización negativa— podría multiplicar los riesgos del mercado hipotecario, ya que permitiría a los hogares asumir niveles más altos de deuda y ampliaría el acceso a los prestamistas marginales. Sin embargo, los aumentos de los precios de los activos, en especial en el sector de la vivienda, también han sido beneficiosos para el patrimonio neto de los hogares.

Los directores indicaron que ha mejorado la capacidad de recuperación de los mercados financieros emergentes, pero advirtieron que la prosperidad de la economía mundial podría

<sup>4</sup>Véase el informe (en inglés) en [www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2005/02/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2005/02/index.htm). Un resumen del debate del Directorio Ejecutivo puede consultarse (en inglés) en [www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2005/02/pdf/annex.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2005/02/pdf/annex.pdf).

ocultar factores de vulnerabilidad en ciertos países. Tomaron nota de que está ampliándose la base de inversionistas de los mercados emergentes y su interés en los instrumentos locales. Asimismo, se mostraron complacidos por las mejoras registradas en los balances de sectores clave de las economías de mercados maduros. Los indicadores de riesgo de mercado y crédito y de solidez financiera confirmaron la capacidad de recuperación que exhiben los sectores bancario y de seguros tanto en los mercados maduros como emergentes. Empero, varios directores subrayaron la necesidad de protegerse contra los efectos potencialmente desestabilizadores de las operaciones de los fondos de inversión especulativos y el creciente uso de los productos estructurados.

Los directores consideraron medidas de política para atenuar los riesgos, pero hicieron hincapié en que las líneas fundamentales de defensa son la gestión permanente del riesgo que efectúa cada institución financiera y los exámenes de supervisión que realizan los reguladores. Concretamente, en vista del riesgo de correcciones en los mercados de instrumentos derivados sobre créditos y de obligaciones de deuda con garantía real, los reguladores tienen que cerciorarse de que las prácticas de gestión del riesgo de contraparte en las instituciones financieras sean sólidas. Asimismo, el Directorio destacó la importancia que revisten la divulgación y la transparencia, la labor relativa a las normas y los códigos y, especialmente en el caso de los inversionistas individuales, la formación en materia financiera. A mediano plazo, los principales países tienen que realizar un esfuerzo mancomunado para abordar el riesgo de los crecientes desequilibrios mundiales.

#### Asignación mundial de los activos

Los directores señalaron que la tarea de anticiparse a los posibles cambios bruscos en los flujos de capital entre países y clases de activos sería más fácil si se comprendieran mejor las tendencias de inversión de los fondos de pensiones, las compañías de seguros, los fondos comunes de inversión y los fondos de inversión especulativos. La mayoría de los directores calificó como positivo el hecho de que cada vez sea más preponderante la distribución estratégica de activos basada en parámetros fundamentales de la economía a largo plazo.

Los directores observaron que en los últimos 15 años la preferencia de los inversionistas institucionales en las economías maduras por los valores nacionales ha disminuido en forma sostenida. Al elevar los rendimientos medios y reducir la volatilidad, la nueva tendencia hacia la internacionalización de la cartera ha afianzado la estabilidad, pero también ha potenciado los movimientos de capital entre países y probablemente ha hecho que los mercados de activos de los países estén más correlacionados.

Los directores también analizaron la forma en que las propuestas sobre política contable y los cambios que podrían derivarse de ellas inciden en la estabilidad financiera. Concretamente, destacaron la importancia de los esfuerzos internacionales



## República Eslovaca

Los resultados económicos de la República Eslovaca mejoraron progresivamente desde el año 2000 gracias a la buena gestión macroeconómica, la adopción de reformas estructurales fundamentales y una voluminosa afluencia de inversión extranjera directa. Se aceleró el crecimiento del PIB real, que ascendió al 6,1% en 2005, sustentado por el dinamismo de la inversión y las exportaciones. También aumentó rápidamente la participación del país en el mercado de exportaciones de la UE-15. Sin embargo, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos ascendió a un promedio del 5¼% del PIB durante el quinquenio comprendido entre 2000 y 2005, reflejando los elevados niveles de importaciones relacionadas con la inversión. La inflación promedio decreció del 14% en 2000 al 2¾% del PIB en 2005. El déficit fiscal se redujo del 12¼% del PIB al 2,9% del PIB en esos mismos años, en gran medida como consecuencia de la contención del gasto y del aumento de los ingresos fiscales resultante del dinámico crecimiento económico. Una amplia gama de reformas con el objeto de reducir las distorsiones económicas, estimular la inversión y generar empleos, aumentar la flexibilidad del mercado laboral e incrementar los incentivos para buscar trabajo entraron en vigor.

La República Eslovaca se incorporó a la Unión Europea el 1 de mayo de 2004; ingresó en el mecanismo del tipo de cambio 2 el 28 de noviembre de 2005, y reúne los requisitos para adoptar el euro. Sin embargo, la reducción de la inflación —que rebasó el 4% en 2006 debido en parte a alzas reguladas de los precios y a la carestía del petróleo— de manera que no ponga en peligro la estabilidad cambiaria y la competitividad constituye un importante desafío para el país en el futuro.

Antes de su incorporación a la Unión Europea, el país recibió asistencia técnica del FMI en diversos campos, y su sector financiero fue evaluado en el marco del Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF). Dicha evaluación se actualizará en el ejercicio 2007.

#### Actividades del FMI y la República Eslovaca durante el ejercicio 2006

Mayo de 2005	Se publica el Informe sobre la Observancia de los Códigos y Normas (IOCN).
Julio de 2005	El personal técnico del FMI visita el país.
Noviembre a diciembre de 2005	Se celebran las deliberaciones sobre las consultas del Artículo IV de 2005.
Marzo de 2006	Concluye la consulta del Artículo IV de 2005.

para mejorar los principios contables con el fin de facilitar la comparación y mejorar la transparencia de las cuentas y para reforzar la disciplina del mercado.

#### Mercados de bonos empresariales en los países de mercados emergentes

Dado que varios países de mercados emergentes han conseguido la estabilidad macroeconómica, quizás este sea el momento propicio para desarrollar los mercados de bonos empresariales. El Directorio hizo un llamamiento para que continúe el empeño de los mercados emergentes a favor del crecimiento de los inversionistas institucionales, y señaló que las empresas pequeñas y medianas deben observar normas estrictas de transparencia y buen gobierno. Los directores insistieron en que el funcionamiento eficaz de los mercados de valores depende de que las autoridades adopten un marco reglamentario que garantice la protección de los inversionistas y la integridad del mercado y que modere los riesgos sistémicos. Además, los países de mercados emergentes deberían reducir el tiempo de aprobación y los costos de las emisiones.

Los directores destacaron la importancia de contar con un mercado secundario bien desarrollado para mejorar la formación de precios y la liquidez, pero acotaron que solo unos pocos países industriales pudieron lograr este objetivo, y señalaron como aspecto complementario el desarrollo de un mercado de bonos públicos. La cooperación regional podría ser útil para promover el desarrollo de los mercados de bonos en los países cuya escala no cumple con los requisitos mínimos de eficiencia para dar profundidad y liquidez a los mercados de títulos de renta fija.

#### Informe de abril de 2006

En su reunión de marzo de 2006 para examinar el informe sobre la estabilidad financiera mundial<sup>5</sup>, los directores se mostraron complacidos por la continua capacidad de recuperación del sistema financiero internacional. Opinaron que la coyuntura financiera probablemente seguirá siendo favorable, en un entorno de crecimiento continuo, inflación moderada y expectativas inflacionarias estables. Si bien el sistema mundial ha tenido que enfrentar varios desafíos —la subida de las tasas de interés y un vuelco en el ciclo crediticio de los sectores empresarial y de los hogares—, la mayoría de los directores consideró que los mercados financieros deberían ser capaces de sortear bien los riesgos cíclicos previstos. Sin embargo, varios directores advirtieron que los riesgos a mediano plazo que amenazan la estabilidad financiera podrían haberse agravado en cierta medida a raíz de los crecientes desequilibrios mundiales, el aumento de la

deuda de los hogares y una posible infravaloración del riesgo en ciertas clases de activos. Los directores exhortaron a las autoridades nacionales a aplicar políticas macroeconómicas que fomenten el crecimiento sólido y equilibrado y que a la vez refuercen las tareas de supervisión y regulación.

El vuelco registrado en el ciclo crediticio de las empresas incrementó la probabilidad de que los riesgos idiosincrásicos den lugar a una ampliación de los diferenciales de crédito en el caso de ciertas empresas, pero los balances del sector empresarial en general permanecieron saludables. Las variaciones moderadas en los diferenciales generales de las empresas deberían permitir que las fuerzas de autocorrección empezaran a funcionar.

Los directores observaron que los mercados de la vivienda e hipotecarios también dan indicios de un viraje en el ciclo crediticio, sobre todo en Estados Unidos, donde la actividad inmobiliaria se ha moderado. Concretamente, la subida de las tasas de interés podría hacer aún más onerosa la ya pesada carga del servicio de la deuda de los hogares, lo cual acarrearía un deterioro de la calidad de crédito de los mercados hipotecarios y ocasionaría pérdidas a las instituciones prestamistas. No obstante, estos riesgos están mitigados porque la mayoría de las hipotecas en Estados Unidos son de tasa fija y a largo plazo. En cambio, la principal fuente de preocupación quizá sea el segmento no preferencial del mercado de la vivienda e hipotecario, en el cual los prestatarios marginales están expuestos a los riesgos de una escalada de las tasas de interés y un estancamiento o una contracción de los precios de la vivienda.

A pesar de la subida de las tasas de intervención en Estados Unidos, los diferenciales de los bonos externos de los mercados emergentes descendieron a mínimos históricos gracias a mejoras en ciertos parámetros fundamentales, como los superávits en cuenta corriente, las abundantes afluencias de capital, el afianzamiento de las estructuras de deuda y las cuantiosas reservas de protección, además de la solidez de las políticas y los resultados macroeconómicos. La disminución de la liquidez y el consiguiente deterioro de las condiciones externas probablemente pondrán a prueba los mercados emergentes, que probablemente tenderán a mantener su capacidad de recuperación.

Los directores advirtieron que la estabilidad financiera se ve amenazada por el riesgo de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Hasta ahora, los factores estructurales y cíclicos han permitido que los mercados financieros lleven a cabo con fluidez las actividades de intermediación entre los países con superávits y con déficits. Con respecto al futuro, los directores señalaron que, para propiciar un ajuste ordenado de la tendencia de acumulación de activos denominados en dólares de Estados Unidos, los países clave deberán aplicar políticas de carácter cooperativo para reducir los desequilibrios mundiales a mediano plazo.

Las variaciones cíclicas bien podrían dejar al descubierto los segmentos y componentes más débiles de los mercados finan-

<sup>5</sup>Véase el informe (en inglés) en [www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2006/01/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2006/01/index.htm). La exposición sumaria del debate del Directorio Ejecutivo puede consultarse (en inglés) en [www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2006/01/pdf/annex.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2006/01/pdf/annex.pdf).

cieros, pero a juicio del Directorio estos no representarían riesgos sistémicos. Muchos directores instaron a los reguladores a adoptar una política firme que prohíba los rescates para atenuar el riesgo de autocomplacencia de los inversionistas. En términos generales, los reguladores deberían confiar más en las fuerzas de autocorrección de los mercados y centrar su atención en garantizar la solidez de la infraestructura de los mercados, en especial los de derivados sobre créditos. Los directores insistieron particularmente en que los reguladores financieros deben exigir el cumplimiento de prácticas estrictas de gestión del riesgo, y los instaron a ayudar a formular planes de continuidad de las operaciones para hacer frente a posibles factores de vulnerabilidad relacionados con ciertas eventualidades, como por ejemplo una pandemia de gripe aviar.

#### Mercados de instrumentos derivados sobre créditos y de crédito estructurado

Los directores indicaron que el fuerte crecimiento que han experimentado en los últimos años los mercados de derivados sobre créditos y de crédito estructurado ha ayudado a que el riesgo de crédito de los bancos se distribuya entre un grupo más amplio y diverso de inversionistas, con lo cual la capacidad de recuperación y la estabilidad del sistema financiero han salido ganando. No obstante, los directores acotaron que el rápido crecimiento de estos mercados ha ocurrido en un entorno relativamente favorable que no ha presentado mayores escollos, y que la escasa información de la que se dispone para vigilar eficazmente la orientación de los riesgos plantea un problema grave para las autoridades y los organismos supervisores. Señalaron que, puesto que introducen nuevos factores de vulnerabilidad, los mercados de derivados sobre créditos y de crédito estructurado deben ser estudiados y observados con atención, sobre todo en lo que se refiere a la liquidez de mercado, y que las autoridades deberían fortalecer la infraestructura institucional, jurídica y normativa necesaria para atraer una base diversa y constante de inversionistas que aporten los componentes básicos de liquidez y solidez. Los representantes del sector industrial, los reguladores y los supervisores deberían seguir buscando formas de mitigar los riesgos operativos en los mercados de derivados sobre créditos y un acuerdo en torno a un protocolo generalizado de pagos. Asimismo, los supervisores deberían exigir que las instituciones financieras dispongan de los sistemas y los conocimientos necesarios para gestionar la exposición al riesgo en los mercados de derivados sobre créditos, y los participantes y supervisores del mercado en todas las jurisdicciones deberían asignar una prioridad más alta a la vigilancia del riesgo de incumplimiento de la contraparte.

Los directores señalaron que los mercados de derivados sobre créditos generan información útil, de la cual los supervisores se valen para vigilar la calidad del crédito en los distintos sectores y los riesgos de crédito en el interior de las instituciones, y alentaron a los supervisores a utilizar esa información para reforzar la supervisión del sector financiero. Los directores instaron a las

autoridades nacionales y a los organismos internacionales pertinentes a perfeccionar y coordinar la manera en que recopilan datos sobre los derivados de créditos, para lo cual recomendaron elevar la calidad, y no solo la cantidad, de la información que se obtiene y presenta. Por último, los directores alentaron a estudiar más a fondo el efecto que las innovaciones financieras pueden tener tanto en los ciclos y en el otorgamiento del crédito como en los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

#### Deuda soberana de los países de mercados emergentes

Los directores debatieron las implicaciones de las mejoras recientes en la gestión de la deuda, la estructura de la deuda y la diversificación de la base de inversionistas en países clave de los mercados emergentes. Tomaron nota de la notable mejora que ha experimentado la evolución macroeconómica de muchos países de mercados emergentes desde la crisis asiática.

Los directores previeron en general que la evolución económica y la gestión de la deuda en los países de mercados emergentes seguirá por una senda positiva. En el grupo de países de mercados emergentes, que abarca la mayoría de los países de importancia sistémica, los elevados niveles de los superávits en cuenta corriente y de las reservas acumuladas deberían aminorar la necesidad de recurrir al endeudamiento externo y brindar protección contra un deterioro leve y previsto en las condiciones de financiamiento. Al mismo tiempo, los directores advirtieron que un repunte marcado de las tasas de interés mundiales podría ser perjudicial para los países de mercados emergentes, y que varios de ellos siguen siendo vulnerables, sobre todo los que presentan saldos fiscales deficientes, cargas elevadas de deuda y de servicio de la deuda, ingentes déficits en cuenta corriente o una fuerte dependencia de ciertos productos básicos clave. Señalaron además que muchos países cuyos saldos externos han mejorado gracias al aumento de los precios de los productos básicos han postergado las reformas estructurales que necesitan, e insistieron en que los países de mercados emergentes tienen que seguir aprovechando los logros recientes y la situación externa en general favorable para mitigar los restantes focos de vulnerabilidad.

#### Informe de la OEI sobre la supervisión multilateral del FMI

Este informe, en general positivo, fue examinado por el Directorio Ejecutivo en marzo de 2006<sup>6</sup>. La conclusión de la OEI es que la función que el FMI cumple en el ámbito de la supervisión ha logrado en gran medida aislar cuestiones pertinentes e identificar los riesgos conexos de manera oportuna.

<sup>6</sup>Véase el informe (en inglés) en [www.imf.org/external/np/ieo/2006/ms/eng/index.htm](http://www.imf.org/external/np/ieo/2006/ms/eng/index.htm). Un resumen del debate del Directorio Ejecutivo puede consultarse (en inglés) en [www.imf.org/external/np/ieo/2006/ms/eng/pdf/sumup.pdf](http://www.imf.org/external/np/ieo/2006/ms/eng/pdf/sumup.pdf).

No obstante, en su informe, la OEI indica que aún se puede mejorar. En particular, los directores tomaron nota de la recomendación de la OEI en el sentido de que la descripción de los acontecimientos y las perspectivas debe ceder preponderancia al análisis de los vínculos de la política económica y las modalidades en que puede realizarse una labor colectiva. Hubo acuerdo en que un importante desafío pendiente consiste en integrar eficazmente, por un lado, los análisis macroeconómicos con la labor de los sectores financiero y de mercados de capital y, por otro, las evaluaciones multilaterales con la supervisión de los países. Estos esfuerzos deberían complementarse con una definición clara del alcance de la supervisión regional.

Los directores debatieron medidas para mejorar la eficacia de la supervisión multilateral, basándose para ello en cuatro recomendaciones de la OEI.

- La mayoría de los directores coincidió en que si bien el Directorio Ejecutivo y el CMFI siguen siendo los foros más idóneos para debatir los efectos derivados de las políticas y las posibles respuestas, el FMI también debería tener una participación más eficaz en otros foros, como el G-7 y el G-20. Sin dejar de lado la transparencia ni su cometido primordial, el FMI debe ejercer liderazgo ante la comunidad económica mundial para promover soluciones basadas en la cooperación, aprovechando para ello las singulares ventajas de contar entre sus miembros con la gran mayoría de los países y de tener acceso a las autoridades de todas las economías de importancia sistémica y regional.
- La mayoría de los directores acogió la recomendación de reforzar el papel que desempeñan el Directorio Ejecutivo y el CMFI en el plano de la supervisión multilateral, pero señaló que la manera en que la OEI caracteriza las reuniones formales sobre *Perspectivas de la economía mundial* y el informe sobre la estabilidad financiera mundial no refleja adecuadamente el valor de esos debates. Muchos directores reconocieron la ventaja de que el Directorio elija los temas que los ministros debatirán durante las reuniones del CMFI y forje consenso en torno ellos, centrándose en aspectos relativos a las repercusiones de las políticas y la posibilidad de llevar a cabo una labor colectiva.
- Los directores señalaron que para que tengan una mayor influencia en el debate mundial sobre políticas, los resultados de la supervisión multilateral podrían simplificarse y orientarse mejor hacia sus principales beneficiarios y hacia aspectos de interés clave. Consideraron conveniente focalizar las tareas de supervisión regional en las vinculaciones económicas y las repercusiones de las políticas a escala regional y en mejorar su integración con la supervisión regional.
- Los directores tomaron nota de las recomendaciones para afianzar la estructura de la supervisión multilateral mediante la definición de estrategias y responsabilidades organizativas en el interior del FMI. Coincidieron en que

convendría aclarar las metas operativas de la supervisión multilateral, pero no se mostraron convencidos de que fuera necesario efectuar cambios de gran alcance en la organización. Los directores convinieron en la prioridad de fomentar la integración entre la supervisión multilateral y bilateral, sobre todo en los países de importancia sistémica.

### Supervisión en el plano nacional

De conformidad con el Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI, todo país miembro se compromete a hacer lo posible para adoptar políticas económicas y financieras que estimulen un crecimiento económico ordenado con una estabilidad razonable de precios; procurar acrecentar la estabilidad fomentando condiciones fundamentales y ordenadas, tanto económicas como financieras; evitar manipular los tipos de cambio para impedir el ajuste de la balanza de pagos u obtener ventajas competitivas desleales; y proporcionar al FMI la información necesaria para la labor de supervisión. Para garantizar que los países miembros cumplan con estas obligaciones, el FMI suele llevar a cabo consultas del Artículo IV una vez al año, pero con menor frecuencia en el caso de ciertos países (el personal técnico a menudo realiza visitas informales entre las consultas oficiales). Las consultas sirven para que el FMI determine los puntos fuertes y débiles de las políticas, señale posibles factores de vulnerabilidad y, si es necesario, asesore a los países con respecto a las medidas correctivas adecuadas. En las consultas del Artículo IV también se examinan los efectos transfronterizos de las políticas y las condiciones económicas de los países, sobre todo de aquellos de importancia sistémica o regional.

Durante una consulta del Artículo IV, un equipo del FMI visita el país para recopilar datos económicos y financieros y analizar con el gobierno y las autoridades del banco central lo sucedido en el plano económico desde la última consulta y las políticas del país en los ámbitos cambiario y monetario, fiscal, financiero y estructural. El equipo también puede reunirse con grupos no oficiales —legisladores, sindicalistas, académicos y representantes de los mercados financieros— para obtener su opinión sobre la situación económica. Hacia el final de la visita, el equipo elabora un resumen de sus conclusiones y recomendaciones en materia de política y lo deja en manos de las autoridades, quienes tienen la opción de publicarlo. Una vez de regreso en Washington, los funcionarios redactan un informe en el que se describe la situación económica y las conversaciones con las autoridades, y se evalúa la orientación de la política económica del país. El Directorio Ejecutivo examina el informe y elabora un resumen de las deliberaciones. Si el país está de acuerdo, se emite una nota de información al público que comprende los antecedentes y un resumen de las deliberaciones del Directorio, pudiéndose dar a conocer o no el texto completo del informe de la consulta del Artículo IV. Todas las notas de información al público que figuran en el

sitio del FMI en Internet corresponden a informes de la consulta del Artículo IV aprobados para publicación.

Para complementar estos exámenes sistemáticos y regulares de los países miembros, el Directorio Ejecutivo evalúa las condiciones y políticas económicas de los países que han recibido créditos del FMI y celebra con frecuencia reuniones informales para analizar la evolución económica de los distintos países. Las evaluaciones voluntarias en el marco del Programa de Evaluación del Sector Financiero (véase el capítulo 4) son otro aporte a la supervisión de los países que realiza el FMI.

### Supervisión regional

Últimamente, el FMI viene prestando mayor atención al contexto regional de la supervisión para extraer enseñanzas comunes de política económica y detectar los efectos que desbordan a varios países. Además de los debates del Directorio Ejecutivo sobre las políticas aplicadas en cuatro uniones monetarias (la Unión Monetaria del Caribe Oriental, la zona del euro,

la Comunidad Económica y Monetaria de África Central y la Unión Económica y Monetaria del África Occidental), los departamentos regionales del FMI elaboraron informes sobre las perspectivas económicas regionales de África subsahariana, Asia y el Pacífico, Oriente Medio y Asia Central, y América Latina y el Caribe. Asimismo, el Directorio Ejecutivo celebró un seminario sobre los problemas comunes que afrontan los países de Europa central y oriental que pertenecen a la Unión Europea (véase el recuadro 3.2), y el FMI, el Banco Nacional de Polonia y el Instituto Multilateral de Viena organizaron una conferencia de alto nivel en enero de 2006 sobre los movimientos de la mano de obra y los capitales en Europa tras la ampliación de la UE<sup>7</sup>. En septiembre de 2005, la Autoridad Monetaria de Singapur y el FMI llevaron a cabo un seminario de alto nivel sobre la integración financiera a escala regional en Asia (véase

<sup>7</sup>Véase el comunicado de prensa No. 06/28, "IMF, National Bank of Poland, and Joint Vienna Institute High-Level Conference on Labor and Capital Flows in Europe Following EU Enlargement" (en inglés) en [www.imf.org/external/np/sec/pr/2006/pr0628.htm](http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2006/pr0628.htm). Los documentos de la conferencia pueden consultarse (en inglés) en [www.jvi.org/index.php?id=4447](http://www.jvi.org/index.php?id=4447).

#### Recuadro 3.2 El crecimiento en Europa central y oriental

En un seminario celebrado en febrero de 2006, el Directorio Ejecutivo del FMI analizó los desafíos a los que se enfrentan los países de Europa central y oriental pertenecientes a la Unión Europea (UE) conforme sus condiciones de vida se nivelan con las de Europa occidental.

Los directores reconocieron que es difícil aislar cada uno de los factores que determinaron el crecimiento de estos países en los últimos 15 años, como la brusca caída del producto en la etapa posterior a la transición, las reformas macroeconómicas e institucionales vinculadas a la adhesión a la UE y, más recientemente, la favorable coyuntura mundial. El crecimiento del producto per cápita registrado en los últimos cinco años coloca a los países de Europa central y oriental en la mitad superior del grupo de comparación —con los países bálticos entre los cinco primeros—, pero los directores advirtieron que no hay que confiar en que las rápidas tasas de crecimiento se mantengan en los mismos niveles.

Los directores observaron diferencias marcadas entre la tendencia del crecimiento en Europa central y oriental y en otros mercados emergentes, sobre todo, la falta de crecimiento del empleo y el importante aporte de los incrementos en la productividad total de los factores (PTF). Indicaron que la convergencia observada en otros miembros de la UE, como España, Grecia, Irlanda y Portugal, demuestra que los períodos sostenidos de crecimiento

fuerte de la productividad son viables. No obstante, acotaron que el reciente aumento de la PTF en Europa central y oriental podría obedecer en gran medida a la eliminación de los aspectos ineficientes de la planificación centralizada, y que podría frenarse si no se despliegan esfuerzos sustanciales para mejorar el entorno empresarial.

Las perspectivas de estos países dependerán de la medida en que logren crear condiciones macroeconómicas y estructurales que propicien un crecimiento sostenido, basado previsiblemente en un mayor aprovechamiento de la mano de obra y en un aumento de las tasas de inversión. Los directores señalaron que ciertas circunstancias relativas al entorno y otras vinculadas más directamente a las políticas fueron decisivas a la hora de estimular el crecimiento. Entre las primeras cabe mencionar las diferencias iniciales en el ingreso, el crecimiento y el envejecimiento de la población, y las relaciones comerciales históricas; entre las segundas se cuentan la calidad de las instituciones jurídicas y económicas, el tamaño del gobierno, el costo real de la inversión, el grado de instrucción y la evolución del mercado laboral, la apertura comercial y la inflación.

Los directores coincidieron en que la integración europea será crucial para ayudar a que los países de Europa central y oriental se equiparen pronto con el resto de la región. El elevado monto de transferencias que la UE entrega a los nuevos Estados miembros

es un beneficio claro, pero aún más importantes podrían ser las ventajas de una integración más estrecha con Europa occidental en los ámbitos institucional, comercial y financiero. En tal sentido, los directores expresaron satisfacción por las indicaciones de que el ahorro extranjero contribuyó significativamente al crecimiento en la mayoría de países de Europa central y oriental, y que incluso los déficits en cuenta corriente de algunos países, pese a ser abultados, han sido coherentes con sus tasas de crecimiento. Sin embargo, los directores señalaron que la mayor dependencia del ahorro extranjero expondría a los países a graves focos de vulnerabilidad que habría que mantener bajo vigilancia. Los déficits elevados en cuenta corriente podrían provocar un mayor endeudamiento, y conviene por lo tanto evaluar con cuidado su composición.

Los directores establecieron varias prioridades en materia de políticas para los gobiernos de los países de Europa central y oriental, a saber, crear protecciones contra los shocks, usar los superávits fiscales para generar ahorro interno, evitar los desincentivos del ahorro privado, reforzar la supervisión financiera y el gobierno de las empresas, agilizar los procedimientos de quiebra y dotar de mayor transparencia todas las actividades económicas. Asimismo, los directores alentaron a las autoridades a aplicar políticas que permitan una pronta adopción del euro.

**Recuadro 3.3 Seminario sobre la integración financiera a escala regional en Asia**

El 3 de septiembre de 2005, la Autoridad Monetaria de Singapur y el FMI organizaron en Singapur un seminario conjunto de alto nivel sobre la integración financiera regional en Asia. Con la presencia de 14 delegaciones de economías asiáticas, el seminario reunió a ministros, gobernadores de bancos centrales y otras altas autoridades de Asia, así como a funcionarios del FMI y del Banco Asiático de Desarrollo, con el fin de analizar las oportunidades y los desafíos de la integración financiera de Asia y las posibles formas de reforzar la supervisión y la cooperación monetaria en la región.

Los participantes concordaron en que unos mercados de capital profundos, eficientes y bien regulados son esenciales para distribuir eficazmente el ahorro y fortalecer la capacidad de recuperación de la región frente a los shocks externos en un entorno más abierto y globalizado. Reconocieron los pasos que se han dado desde la crisis financiera de Asia para afianzar la cooperación e integración financieras a escala regional, como la Iniciativa Chiang Mai<sup>1</sup> y las medidas para diversificar, ampliar y profundizar los mercados regionales de bonos y para vincular los mercados regionales de capital.

En tal sentido, los delegados destacaron la importancia de seguir trabajando para estrechar esos vínculos. Debatieron la creación de la infraestructura necesaria para los mercados financieros, que incluye los sistemas de compensación y pagos y de calificación del crédito.

<sup>1</sup>En 2000 se anunció la Iniciativa Chiang Mai, en virtud de la cual se ampliaron los acuerdos de canje de divisas entre los miembros de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN) y se planteó la creación de una red de acuerdos bilaterales de intercambio y recompra de reservas entre los países de la ASEAN y Corea, China y Japón. El objetivo era reforzar los marcos regionales vigentes de cooperación económica mediante el establecimiento de un acuerdo regional de financiamiento que complementara los servicios internacionales existentes.

Señalaron además que, conforme se fomenta la integración dentro de Asia, las economías de la región tienen que mantenerse orientadas hacia el exterior y conectadas con el sistema mundial multilateral.

Los componentes clave de la integración financiera de Asia son la reforma constante de los sectores económico y financiero, el fortalecimiento de la capacidad institucional y la continuidad de las políticas de apertura externa. Los delegados intercambiaron opiniones sobre lo que los países asiáticos pueden hacer para fomentar aún más la integración financiera, teniendo en cuenta los distintos grados de desarrollo de las economías. Estudiaron asimismo la posibilidad de incrementar la cooperación en pro del desarrollo de los mercados de capital y coincidieron en la importancia de atacar el problema desde varios ángulos, por ejemplo, armonizando las normas de regulación y supervisión financiera en Asia con la normativa internacional.

Los delegados indicaron que la Iniciativa Chiang Mai ayudó a crear otra útil red de protección para complementar los mecanismos internacionales de financiamiento. Por otro lado, los participantes analizaron la interrelación entre la integración comercial, la integración financiera y la colaboración monetaria y cambiaria, y, en lo que concierne a estos dos últimos ámbitos, hubo un consenso general en que los avances serán el resultado de un proceso de evolución. Según los participantes, las posibilidades de cooperación se multiplicarán en la medida en que se armonicen las perspectivas fiscales y monetarias y se afiance la integración de la economía real.

Por último, los delegados convinieron en redoblar sus esfuerzos para supervisar el sector financiero regional y controlar los factores potenciales de vulnerabilidad en el sistema financiero, complementando así la labor de supervisión que realizan instituciones financieras internacionales como el FMI y el Banco Asiático de Desarrollo.

el recuadro 3.3). En octubre, el FMI, la Academia China de Ciencias Sociales y el Centro para el Desarrollo internacional de la Universidad de Stanford organizaron en Pekín una conferencia de alto nivel sobre las repercusiones nacionales y regionales de los cambios en las estructuras económicas de China e India.

Por otro lado, el FMI redobló sus esfuerzos para relacionarse y dialogar con la sociedad civil en América Central y con la Unión Monetaria del Caribe Oriental. Por ejemplo, en di-

ciembre de 2005, el Subdirector Gerente Agustín Carstens, convocó una conferencia de prensa en Basseterre, Saint Kitts y Nevis, para analizar los desafíos económicos de la región<sup>8</sup>. En febrero de 2006, el FMI participó en la primera reunión regional del Congreso Caribeño del Trabajo, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. En este encuentro, celebrado en Trinidad y Tabago, los delegados tuvieron la oportunidad de debatir estrategias para reducir la pobreza, lograr un crecimiento equitativo, crear empleo y facilitar la integración regional, entre otros aspectos. Dado el incremento de las actividades de intermediación financiera internacional en América Central, el FMI y el Banco Mundial realizaron un estudio conjunto de los sectores financieros de seis países de esa región (recuadro 3.4). Asimismo, El FMI brindó asistencia técnica a los países del Tratado de Libre Comercio entre República Dominicana, Centroamérica y Estados Unidos (CAFTA-RD) para coordinar sus sistemas tributarios (véase el capítulo 7).

### Uniones monetarias

En diciembre de 2005, el personal técnico del Fondo Monetario Internacional presentó un estudio sobre la supervisión de los países miembros que pertenecen a uniones monetarias, y las deliberaciones del Directorio Ejecutivo sobre las políticas comunes de tres uniones monetarias —la Unión Monetaria del Caribe Oriental, la Comunidad Económica y Monetaria de África Central y la Unión Económica y Monetaria del África Occidental— quedaron formalmente

consignadas en el proceso de consultas del Artículo IV con cada uno de los países pertenecientes a estas uniones<sup>9</sup>.

<sup>8</sup>Véase el comunicado de prensa No. 05/268, “IMF Presents Regional Outlook at a Press Conference at the Eastern Caribbean Central Bank” (en inglés) en [www.imf.org/external/np/sec/pr/2005/pr05268.htm](http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2005/pr05268.htm).

<sup>9</sup>Véase “Fund Surveillance over Members of Currency Unions”, un estudio elaborado por el personal técnico del FMI y publicado en diciembre de 2005 (en inglés) en [www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/122105.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/122105.pdf).

### Unión Monetaria del Caribe Oriental (ECCU)

Desde comienzos de los años noventa, el crecimiento económico en los países miembros de la ECCU<sup>10</sup> ha sufrido una desaceleración abrupta, debido a factores tales como el debilitamiento de las preferencias comerciales sobre bananas y azúcar, la disminución de la asistencia oficial para el desarrollo, las catástrofes naturales y la merma del turismo tras los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001. Esta desaceleración, junto con una orientación más expansiva de las políticas fiscales, ha dado lugar a un deterioro considerable de las condiciones económicas y a una rápida acumulación de deuda pública. En sus deliberaciones de julio de 2005<sup>11</sup>, los directores señalaron que si bien el crecimiento y los resultados fiscales han mejorado desde 2004, el ajuste de las políticas económicas no ha sido suficiente para inducir una tendencia clara de retroceso de la deuda ni para garantizar el crecimiento sostenido, y que tampoco se han eliminado muchos aspectos de rigidez y vulnerabilidad estructural.

Los directores tomaron nota de la creciente determinación con que las autoridades han abordado la difícil situación económica de la región y elogiaron sus esfuerzos por recurrir a la cooperación externa. Sin embargo, el hecho de que ciertos países hayan adoptado políticas fiscales más expansivas de cara a las elecciones y a la Copa Mundial de Críquet de 2007 constituye un revés. Los directores hicieron hincapié en que las autoridades deben aprovechar las favorables perspectivas del crecimiento mundial para acelerar la reforma fiscal.

Los directores destacaron la importancia de garantizar que las políticas fiscales nacionales sean coherentes con el régimen regional de cuasi caja de conversión. Indicaron que las

<sup>10</sup>La ECCU se compone de seis países miembros del FMI (Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía) y dos territorios independientes del Reino Unido (Anguila y Montserrat).

<sup>11</sup>Véase un resumen del debate del Directorio Ejecutivo (en inglés) en la nota de información al público No. 05/118, en [www.imf.org/external/np/sec/prn/2005/pn05118.htm](http://www.imf.org/external/np/sec/prn/2005/pn05118.htm).

### Recuadro 3.4 Integración financiera en América Central

Una característica particular del panorama financiero de América Central es su alto grado de integración. Los flujos entre países son considerables, y los grupos financieros regionales —conglomerados locales que operan en más de un país— acaparan un porcentaje importante de las actividades de intermediación de la región. Pese a que promete facilitar el desarrollo económico de América Central, la integración financiera conlleva focos de vulnerabilidad y riesgos. Además, los países centroamericanos se enfrentan a desafíos comunes y fundamentales en lo que se refiere a la modernización de su infraestructura financiera y el desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios.

Con la participación del Banco Mundial, el FMI llevó a cabo en 2005 un estudio del sector financiero regional que abarcó seis países hispanohablantes de América Central: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá. En el estudio, debatido por el Directorio Ejecutivo en una reunión informal en junio de 2005, se examinan los pasos de los países hacia la integración y el desarrollo regional en el ámbito financiero y se efectúan recomendaciones sobre cómo abordar los desafíos pendientes<sup>1</sup>:

- En cuanto a la actividad bancaria entre países, es menester que los gobiernos de la región fomenten la independencia de los organismos de supervisión financiera y que a la vez brinden una protección jurídica adecuada y responsabilicen plenamente a los empleados. La supervisión de los grupos bancarios regionales debe enfocarse desde una perspectiva regional que comprenda aspectos

<sup>1</sup>El estudio, realizado por un equipo técnico dirigido por Patricia Brenner y publicado por el FMI en 2006 bajo el título *Central America: Structural Foundations for Regional Financial Integration*, puede solicitarse al servicio de publicaciones del FMI.

tales como la declaración exacta de datos y el adecuado intercambio de información entre los organismos reguladores pertinentes.

- Un marco jurídico y normativo más sólido y una mayor armonización de las regulaciones del sector de los seguros ayudarían a aprovechar el potencial del sector en lo que se refiere a la profundización financiera y un mayor acceso por parte de los consumidores.
- Los sistemas nacionales de pagos y de liquidación de valores, en los que los bancos han participado en forma muy activa, tienen que incorporar normas y prácticas óptimas internacionales que sirvan de base para una mayor armonización e integración regional.
- Las remesas de los trabajadores se han convertido en una fuente importante y estable de financiamiento externo para la región y en un componente fundamental de los pagos entre países, y por tal motivo es necesario reducir sus costos, en particular a partir de un aumento de la transparencia y la competencia entre proveedores y de medidas para modernizar la infraestructura de pagos de remesas.

Para ejecutar este proyecto, el personal técnico del FMI estableció vínculos con los organismos financieros pertenecientes al Consejo Monetario Centroamericano y al Consejo Centroamericano de Superintendentes de Bancos, de Seguros y de Otras Instituciones Financieras. El proyecto arrancó oficialmente tras las deliberaciones celebradas con el Consejo de Superintendentes en Tegucigalpa en noviembre de 2004. Las labores posteriores se llevaron a cabo en la sede del FMI y en el curso de visitas a los países. El FMI está tomando medidas para diseminar los resultados del estudio a las autoridades, los organismos no gubernamentales pertinentes y las instituciones y los mercados financieros.

deficiencias fiscales persistentes podrían hacer disminuir la confianza en el régimen de caja de conversión y en la estabilidad macroeconómica. En tal sentido, los directores exhortaron a los gobiernos regionales a realizar esfuerzos para que se cumplan los parámetros de referencia fiscales fijados por el Consejo Monetario del Banco Central del Caribe Oriental (ECCB).

Los directores advirtieron que los riesgos de contagio financiero tenderían a agravarse en la medida en que los mercados

financieros adquieran más profundidad, y subrayaron la necesidad de perseverar en la tarea de reforzar la supervisión del sector financiero. Instaron a adoptar las medidas básicas enunciadas en el Programa de Evaluación del Sector Financiero regional, como el aumento de la frecuencia de las inspecciones directas de los bancos y la aprobación en cada país de las enmiendas de la Ley Bancaria Uniforme. Asimismo, se debería afianzar el marco reglamentario y de supervisión de los sectores no bancario y de seguros. Por otro lado, los directores subrayaron la importancia de coordinar con el ECCB la elaboración de planes para contingencias en casos de shocks y crisis imprevistas.

Debido a los elevados niveles de deuda pública, los gobiernos de la ECCU han visto disminuida su capacidad para recurrir a la política fiscal para hacer frente a los shocks externos, lo que pone de manifiesto la necesidad de tomar medidas para atenuar los factores de vulnerabilidad de la región. Los directores instaron a las autoridades a reforzar aún más las actividades para prepararse contra las catástrofes y para mitigar sus secuelas, y a invertir más recursos para asegurar los activos y la infraestructura de carácter público, quizás organizando programas regionales de seguro colectivo.

Los directores destacaron la importancia de fomentar la competitividad y el crecimiento potencial de la región. Hicieron un llamamiento para que el sector público, en lugar de ser el empleador de última instancia y la fuente principal de crecimiento, se dedique a crear un entorno empresarial favorable. Para lograrlo, los directores recomendaron profundizar la integración regional, eliminar las rigideces del mercado del trabajo, modernizar el marco reglamentario y consolidar y colectivizar los servicios del gobierno para hacerlos más eficientes. Los directores también insistieron en que se deben reformar las ventajas tributarias en vista de las distorsiones, la falta de transparencia y los costos que generan, y recomendaron adoptar un enfoque regional para evitar la costosa competencia tributarias entre las islas. Además, dado que un porcentaje elevado de la mano de obra calificada de la región emigra, los directores consideraron que es posible recurrir a la diáspora caribeña para fomentar la inversión privada en los países. Recomendaron también eliminar gradualmente las distorsiones de los mercados financieros a fin de estimular el crédito y la inversión del sector privado.

Los directores se mostraron complacidos por el empeño que el ECCB ha puesto en ampliar la disponibilidad y la calidad de las estadísticas en la región. Hicieron hincapié en que si se refuerzan el alcance, la calidad y la puntualidad de los datos estadísticos en todos los ámbitos será posible evaluar más adecuadamente las condiciones económicas, sociales y financieras y mejorar la calidad de las políticas y del debate público en general.

### Zona del euro

Durante el debate de julio de 2005 sobre las políticas aplicadas en la zona del euro<sup>12</sup>, los directores expresaron su descontento por la lentitud de la recuperación y las persistentes tasas elevadas de desempleo, pero señalaron que las variables fundamentales de la economía en la zona del euro han seguido afirmándose gracias a las importantes reformas estructurales implantadas en varios Estados miembros. Por otro lado, los directores observaron que el peso de las rigideces acumuladas y del envejecimiento de la población representan un lastre considerable para la zona del euro, y que el alcance de las políticas fiscales estuvo muy por debajo de las necesidades de consolidación de la zona. Además, el nivel de confianza de las empresas y de los consumidores siguió siendo bajo. Ante estas circunstancias, los directores pidieron más determinación y coherencia para adoptar medidas con una visión de futuro y que estén encaminadas a afianzar la consolidación fiscal y la reforma estructural.

A juicio de los directores, la situación de los parámetros fundamentales de la economía aún permite que la leve recuperación se reanude en el segundo semestre de 2005, pero señalaron que las perspectivas son inciertas, y que en general las previsiones podrían no cumplirse debido a riesgos como una nueva alza pronunciada de los precios del petróleo, la apreciación multilateral del euro en medio de una rectificación de los desequilibrios mundiales, un vuelco de la favorable coyuntura financiera mundial y la posibilidad de que la reactivación de la inversión sea lenta por una disminución de la confianza empresarial.

Los directores coincidieron en que la orientación de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) sigue siendo en general acertada. Con la inflación aún rondando alrededor del 2%, las fuerzas que ejercían presión sobre la inflación básica permanecieron moderadas. No obstante, muchos directores hicieron hincapié en que, salvo que surjan nuevos datos sobre los precios o los salarios, convendría reducir las tasas de interés si en los próximos meses los hechos siguen apuntando a una pérdida de impulso. Según estos directores, otra razón para bajar las tasas de interés sería que el euro se apreciara significativamente a escala multilateral. Aún así, algunos directores dudaron acerca de la necesidad de reducir las tasas. Dado que las perspectivas económicas son muy inciertas, los directores instaron a las autoridades del BCE a mantenerse alerta y dispuestos a responder con flexibilidad según las circunstancias.

Los directores subrayaron la necesidad de apuntalar las finanzas públicas de la zona del euro ante el inminente shock

<sup>12</sup>La zona del euro está integrada por Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal. Un resumen del debate del Directorio puede consultarse (en inglés) en [www.imf.org/external/np/sec/pn/2005/pn05103.htm](http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2005/pn05103.htm).

demográfico. Para lograrlo hay que avanzar a paso constante para alcanzar un equilibrio fiscal básico a más tardar en 2010, año en que empezará a acelerarse el proceso de envejecimiento de la población. Muchos directores recomendaron políticas que corrijan de manera uniforme los déficits fiscales corrientes e intertemporales, para anclar la confianza de los consumidores. La consolidación fiscal también es necesaria para contar con márgenes de seguridad adecuados que permitan mantener los déficits por debajo del umbral del 3% impuesto por Maastricht, y para restaurar la confianza en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Es esencial tomar medidas para estimular el crecimiento potencial y el empleo. Los directores indicaron que se debe prestar especial atención a la secuencia apropiada en que se deben llevar a cabo las reformas de los mercados financiero, laboral y de productos y servicios. Algunas de las medidas fundamentales consisten en reformar los sistemas de prestaciones, fomentar la utilización de la mano de obra, liberalizar y estimular la competencia, desarrollar completamente el mercado interno e integrar los sistemas financieros nacionales. Por este motivo se acogieron favorablemente las nuevas directrices integradas de la versión modernizada de la Estrategia de Lisboa, ya que ayudarán a formular Planes Nacionales de Acción coherentes. No obstante, los directores observaron que al estar descentralizándose el proceso de fijación de los programas, las perspectivas de reforma dependerán del liderazgo y la determinación de los gobiernos nacionales. Muchos directores opinaron que las reformas estructurales en favor del crecimiento servirán para propiciar una rectificación ordenada de los desequilibrios mundiales en cuenta corriente.

Los directores expresaron satisfacción por los avances logrados en virtud del Plan de Acción para los Servicios Financieros y el denominado proceso de Lamfalussy para dejar sentadas las bases para incrementar la integración de los mercados financieros y la convergencia de las prácticas de supervisión en Europa. Lo que ahora corresponde es que todos los Estados miembros adopten una visión paneuropea para hacer que el proceso rinda frutos, y que la Comisión Europea exija el cumplimiento de los reglamentos vigentes. Los directores concordaron en que las crecientes actividades internacionales a cargo de grupos financieros importantes y complejos están incrementado la carga de trabajo de los supervisores nacionales. Muchos directores también indicaron que cabe analizar la opción de enfocar la supervisión de una manera más integrada

En lo que se refiere a la política de comercio exterior, los directores aplaudieron el compromiso que la UE mantiene para impulsar de manera decisiva la creación de un consenso en torno al Programa de Doha para el Desarrollo. Destacaron la importancia y las ventajas multilaterales de que la UE amplíe el acceso a sus mercados agrícolas. Muchos directores lamentaron las recientes medidas para limitar las importaciones de textiles, ropa y calzado.

Los directores reiteraron que para que la supervisión a escala regional sea eficaz hay que mejorar la calidad, disponibilidad y puntualidad de las estadísticas, y fortalecer los organismos que las recopilan. La disponibilidad de estadísticas es en general adecuada, pero en varios países una de las prioridades básicas debe seguir siendo la recopilación de datos fiscales de mayor exactitud.

### *Comunidad Económica y Monetaria de África Central (CEMAC)*

Durante las deliberaciones de junio de 2005, los directores expresaron satisfacción por la favorable evolución macroeconómica registrada en 2004 en la Comunidad Económica y Monetaria de África Central, pero indicaron que la situación varía entre los seis países miembros, y que en cinco de ellos el petróleo dejó ganancias inesperadas<sup>13</sup>. El vigoroso crecimiento de la región se atribuye sobre todo al acentuado aumento de la producción de crudo en Chad y Guinea Ecuatorial. El petróleo representa casi un 80% de las exportaciones de la región, y su precio subió más de un 30% durante el año. Los aumentos de la producción y los precios empujaron la tasa de crecimiento de la región a 8,3%, el nivel más alto del último decenio. Hubo mejoras notables en la situación de la balanza de pagos y las cuentas fiscales, y se observó una acumulación de reservas internacionales. Además, la inflación se mantuvo en niveles bajos gracias a la vinculación del franco CFA con el euro, los mejores resultados fiscales y la evolución favorable de la agricultura en la mayoría de los países miembros.

Sin embargo, el crecimiento no petrolero de la región se desaceleró de 3,6% en 2003 a 3,2% en 2004. Los directores señalaron que si bien en la CEMAC el crecimiento se enfrenta a las mismas dificultades que en otros países de África subsahariana, la situación es más compleja debido al régimen cambiario, la volatilidad de los ingresos del petróleo y el agotamiento previsto de las reservas de crudo a mediano plazo en varios países miembros; de ahí la importancia de hacer avanzar sin pausa las reformas estructurales para afianzar el crecimiento no relacionado con el petróleo, diversificar las exportaciones y acercarse a los Objetivos de Desarrollo del Milenio. En tal sentido, elogiaron las amplias medidas estructurales planteadas en el marco de iniciativas comerciales vigentes, como el Acuerdo de Asociación Económica con la Unión Europea.

Los directores subrayaron la importancia que reviste la disciplina fiscal en los países de la CEMAC, y encomiaron la prudencia con que se han gestionado los acrecentados ingresos petroleros, que en su mayoría se han ahorrado a través de un

<sup>13</sup>Los cinco Estados miembros productores de petróleo son Camerún, Chad, Gabón, Guinea Ecuatorial y la República del Congo; el sexto país es la República Centroafricana. Un resumen del debate del Directorio puede consultarse (en inglés) en [www.imf.org/external/np/sec/pn/2005/pn05151.htm](http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2005/pn05151.htm).

aumento de las reservas de divisas. No obstante, previendo que los precios del petróleo a mediano plazo seguirán siendo altos y teniendo en cuenta que los saldos fiscal y externo son en general favorables, los directores reconocieron que ahora quizá podrían destinarse más recursos a infraestructura y a programas de reducción de la pobreza, siempre y cuando ese gasto sea compatible con la sostenibilidad fiscal y de la deuda de cada país miembro y con su capacidad de absorción.

Los directores señalaron que quizá sea necesario elevar aún más el nivel de las reservas internacionales en vista del régimen de tipo de cambio fijo y los factores subyacentes de vulnerabilidad económica de la CEMAC. Respaldaron la creación de fondos de estabilización petrolera de propiedad de los países y “fondos para las generaciones futuras” gestionados por el banco central de la región, siempre y cuando estos no sean perjudiciales para el Banco de los Estados de África Central (BEAC) y que los fondos se manejen con eficiencia y total transparencia. Hicieron hincapié en que las modificaciones de los mecanismos institucionales para gestionar los ingresos petroleros deben efectuarse teniendo en cuenta la necesidad de mantener un nivel adecuado de reservas. En vista de que el petróleo fue sin duda el principal rubro de exportación, los directores recomendaron seguir destinando una parte de esos ingresos a un fondo común de reservas.

La política monetaria en general ha permitido mantener bajo control las presiones sobre la liquidez y la inflación. Los directores aplaudieron las medidas que el banco central de la región tomó recientemente para afianzar el marco de la política monetaria y los avances hacia la adopción de una plataforma regional de pagos. Subrayaron la importancia de aplicar una política monetaria que utilice cada vez más los instrumentos de mercado, pero reconocieron que dichos instrumentos son escasos debido a la poca profundidad y la fragmentación de los mercados monetarios de la región. Por lo tanto, los directores pidieron acelerar la eliminación definitiva de los anticipos que por ley deben recibir los países miembros y reemplazarlos por letras del tesoro.

El sector bancario de la región siguió presentando deficiencias, tales como una tasa elevada de préstamos en mora y, en el caso de algunos bancos, el incumplimiento de las normas de suficiencia de capital. Los directores destacaron la importancia de fortalecer el organismo regional de supervisión y observaron además que el crédito de los bancos al sector privado es muy escaso. Instaron a las autoridades a redoblar sus esfuerzos para desarrollar un sector financiero sólido y competitivo, y apoyaron el uso del Programa de Evaluación del Sector Financiero como guía para una reforma integral.

Los directores expresaron preocupación por el hecho de que los persistentes obstáculos a la integración comercial y financiera hayan mermado el comercio y los flujos de capital dentro de la región y hayan impedido que la CEMAC aproveche todas las ventajas de la integración regional. Concretamente, lamen-

taron que siga pendiente la adopción de las políticas regionales acordadas. Insistieron en que el compromiso con los criterios de convergencia y su cumplimiento es esencial para el proceso de integración y para fomentar la confianza de los inversionistas y el entorno empresarial.

Los directores recomendaron a las autoridades incrementar la eficacia de las instituciones y los acuerdos regionales existentes antes de redoblar los esfuerzos para promover la integración regional. Advirtieron que si la integración de la CEMAC con un grupo más amplio de países ocurriera demasiado pronto podría entorpecerse el proceso necesario de profundización de la políticas comunes, e hicieron hincapié en que los cambios del esquema de la integración regional deberían aunarse a los esfuerzos para liberalizar aún más el comercio exterior.

Los directores felicitaron a las autoridades regionales por las mejoras en el proceso de supervisión regional, sobre todo el examen más matizado sobre la orientación de la política fiscal de los países miembros. Los cambios posteriores —como la aplicación de incentivos y sanciones, y el fortalecimiento y la armonización del régimen jurídico e institucional— deben tener por objeto hacer más eficaz el marco de supervisión regional. Los directores respaldaron la incorporación formal de la CEMAC en el marco de supervisión regional del FMI y su integración en las consultas individuales del Artículo IV. No obstante, los directores insistieron en que es menester subsanar la falta de recursos de la CEMAC para realizar una supervisión regional continua y efectuar el debido seguimiento de los resultados.

### *Unión Económica y Monetaria del África Occidental (UEMAO)*

En marzo de 2006, el Directorio Ejecutivo examinó el análisis del personal técnico sobre la evolución económica y las cuestiones de política económica de la UEMAO<sup>14</sup>. En 2004–05, los resultados económicos se vieron afectados por el difícil entorno externo, y en ciertos casos interno, de los países de la UEMAO. El crecimiento económico fue moderado, la inflación subió y la reforma estructural y la integración regional avanzaron a paso lento. Los directores indicaron que las posibilidades de que la economía se reactive dependen de las circunstancias externas, la firmeza con que se apliquen las medidas macroeconómicas y estructurales y el desenlace de los problemas sociopolíticos en Côte d’Ivoire. Se instó a las autoridades de los países miembros a avanzar en la adopción de las políticas regionales acordadas, sobre todo en lo que concierne al comercio.

El régimen de tipo de cambio fijo ha sido un ancla útil para la política regional, y la capacidad del banco central de la región

<sup>14</sup>La UEMAO consta de ocho países miembros: Benin, Burkina Faso, Côte d’Ivoire, Guinea-Bissau, Malí, Níger, Senegal y Togo. Un resumen del debate del Directorio puede consultarse (en inglés) en [www.imf.org/external/np/sec/pn/2006/pn0653.htm](http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2006/pn0653.htm).

para mantener un nivel adecuado de reservas ha dado más credibilidad al sistema. Pese a haberse apreciado, el tipo de cambio efectivo real permaneció en general dentro de los parámetros fundamentales. Los directores hicieron hincapié en que se debe vigilar de cerca la evolución futura del tipo de cambio y de la relación de intercambio, e instaron a flexibilizar más los precios y los salarios internos para ayudar a aliviar las pérdidas anteriores debidas a la competitividad de los precios. Asimismo, destacaron la importancia de aplicar políticas fiscales prudentes.

Los directores observaron que los factores estructurales y regulatorios que frenan la actividad del sector privado podrían ser más perjudiciales para el crecimiento de las exportaciones que los factores relacionados con los precios, y pidieron una liberalización general del entorno empresarial de los países miembros de la UEMAO.

La rápida expansión monetaria y del crédito fue motivo de preocupación. Los directores estimaron que, debido a la creciente integración financiera de la región, el uso de encajes legales diferenciados podría no ser ya tan eficaz. Exhortaron al Banco Central de los Estados del África Occidental (BCEAO) a reactivar sus instrumentos de mercado.

El hecho de que la región no haya logrado la convergencia macroeconómica dentro del plazo acordado se atribuye a las políticas económicas subyacentes y a la formulación deficiente

de los criterios de convergencia, y los directores encomiaron los esfuerzos para redefinir estos últimos. Instaron a los países miembros a renovar su compromiso para cumplir las metas macroeconómicas comunes y para fomentar la integración de los mercados regionales.

Los directores exhortaron a las autoridades a redoblar los esfuerzos para apuntalar la solidez del sector financiero y exigir el cumplimiento de las reglamentaciones prudenciales. Concretamente, subrayaron la importancia de preservar la confianza en el sistema bancario regional y aplaudieron las medidas que ya se han tomado para solucionar los problemas sistémicos de la banca en Togo. Por otro lado, los directores expresaron satisfacción por el desarrollo del sector microfinanciero.

La UEMAO debe reenfocar su atención en los temas de comercio exterior. Los directores resaltaron la necesidad de eliminar las barreras no arancelarias y las ventajas de realizar una reducción programada y paulatina de los aranceles exteriores a mediano plazo. Destacaron la importancia de movilizar mejor los ingresos internos para contrarrestar cualquier efecto perjudicial en los ingresos fiscales debido a una mayor liberalización del comercio. Asimismo, recomendaron a las autoridades regionales dar importancia a las políticas que favorezcan el crecimiento en los ámbitos de la infraestructura, la facilitación del comercio y las mejoras en el suministro de energía.