

## ACTUALIDAD: Panorama de las Reuniones Anuales

La expansión económica mundial ha sido muy resistente, pero el fuerte aumento de los precios del petróleo y el continuo aumento de los desequilibrios mundiales seguramente acapararán la atención de los participantes en las Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial, a celebrarse en Washington el 24–25 de septiembre. Es probable que el temario incluya también la orientación estratégica del FMI a plazo medio y sus planes de apoyo a los países pobres.



Dennis Zarra/FMI

267

## PANORAMA REGIONAL: Por el bien de Europa

El desempleo, los déficit fiscales y el envejecimiento de la población están socavando la confianza en el Estado de bienestar, lo que, según Michael Deppler, Director del Departamento de Europa del FMI, hace que los europeos ahorren más y gasten menos. ¿Solución? Estimular una mayor participación de la fuerza laboral, equilibrar el presupuesto y fomentar la competencia. Y, aunque está bien que los países asuman la responsabilidad de sus propios problemas, las autoridades no deben perder de vista las sinergias de trabajar juntos.



Maurizio Gambianni/NewsCom

269

## ANÁLISIS: El cambio institucional

Se ha intensificado la búsqueda de instrumentos eficaces para luchar contra la pobreza. Cada vez es más claro que la buena calidad de las instituciones económicas básicas, como los derechos de propiedad y la gobernabilidad, es fundamental para lograr un crecimiento económico elevado y sostenido. ¿Qué incita a mejorar las instituciones? ¿Pueden estos cambios producirse rápidamente? En *Perspectivas de la economía mundial* de septiembre de 2005 se examinan los conocimientos actuales y se plantean varios factores que parecen mejorar la calidad de las instituciones.

274

## ANÁLISIS: Los mercados financieros son resistentes

Según *Global Financial Stability Report*, del FMI, la reciente evolución económica y del mercado ha generado un entorno favorable para el sistema financiero mundial y ha reducido los riesgos a corto plazo. Pero estas fuerzas benignas crean posibles vulnerabilidades a mediano plazo, sobre todo en el caso de los grandes desequilibrios mundiales y los altos niveles de deuda de los hogares en mercados maduros. El informe señala medidas y tendencias autoestabilizadoras que podrían ayudar a mitigar estos riesgos.



Justin Sullivan/Getty Images

278

### EN ESTE NÚMERO

- 266 Calendario
- 266 Indicadores
- 267 Actualidad
  - Reuniones Anuales de 2005
  - Bangladesh
  - Polonia
- 269 Panorama regional
  - Zona del euro
  - Integración comercial
  - EAEC
- 274 Análisis
  - Perspectivas de la economía mundial
  - Instituciones
  - Ahorro e inversión
- 277 Préstamos del FMI
  - Acuerdos
- 278 Análisis
  - Informe sobre la estabilidad financiera mundial
  - Reservas internacionales

# Calendario

## SEPTIEMBRE

**19–23** Seminario del FMI para parlamentarios de Bosnia y Herzegovina, Croacia, Macedonia, y Serbia y Montenegro, Instituto Multilateral de Viena, Austria

**20** Inauguración oficial del segundo edificio de la sede del FMI, Washington

**21** Publicación de la edición de septiembre de 2005 de *Perspectivas de la economía mundial* (capítulo 1)

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

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

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

**27–30** Reunión del Grupo de Trabajo para la Armonización de las Prácticas Contables del Sector Público, FMI, Washington

## OCTUBRE

**5–8** Reunión anual del National Council on Economic Education, San Antonio, Texas

**15–16** Reunión del Grupo de los Veinte ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales, Pekín, China

**19** Foro del Libro del FMI, Pietra Rivoli, *Travels of a T-shirt in the Global Economy: An Economist Examines the Markets, Power,*

*and Politics of World Trade*, Washington

## NOVIEMBRE

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

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

**8–11** Serie de foros del FMI sobre la evolución económica regional para universitarios, legisladores, ONG y prensa en Guatemala, El Salvador, Nicaragua y República Dominicana

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

**18** Reunión ministerial conjunta de APEC, Busan, Corea

**24** Foro del FMI sobre la evolución económica regional para universitarios, legisladores, ONG y prensa, San José, Costa Rica

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

## DICIEMBRE

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

### Directorio Ejecutivo del FMI

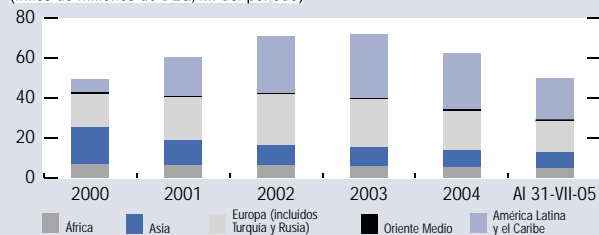
Véase una lista actualizada de las reuniones del Directorio Ejecutivo en [www.imf.org/external/np/sec/bc/eng/index.asp](http://www.imf.org/external/np/sec/bc/eng/index.asp).

# Indicadores

## Datos financieros del FMI

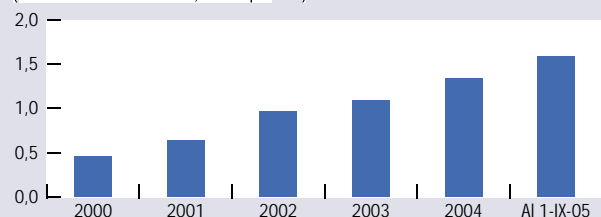
### Crédito total del FMI y préstamos pendientes de reembolso, por región

(Miles de millones de DEG, fin del período)



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

(Miles de millones de DEG, fin del período)



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

### Préstamos pendientes de mayor cuantía

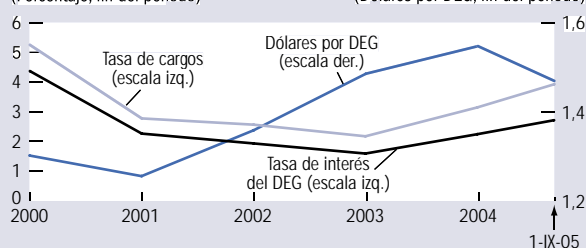
(Miles de millones de DEG, al 31-VII-05)

No concesionarios		Concesionarios	
Turquía	11,97	Pakistán	1,02
Brasil	10,79	Congo, Rep. Dem. del	0,53
Argentina	7,59	Zambia	0,49
Indonesia	5,85	Ghana	0,31
Uruguay	1,67	Tanzania	0,26

### Tasas relacionadas

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

(Porcentaje, fin del período) (Dólares por DEG, fin del período)



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

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

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

## Panorama de las Reuniones Anuales de 2005

### La atención se centrará en el petróleo y los desequilibrios

Con una economía mundial que presenta signos de una tenaz capacidad de recuperación, los ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales se reunirán en la ciudad de Washington del 24 al 25 de septiembre para debatir formas de mantener la expansión económica. El fuerte aumento de los precios del petróleo, las reducidas reservas energéticas y las ramificaciones de los grandes desequilibrios mundiales a mediano plazo seguramente acapararán la atención de las Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial.

Se prevé que el 24 de septiembre el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI), principal órgano asesor del FMI, examine las perspectivas y riesgos de la economía mundial, la orientación estratégica a plazo medio del FMI, así como las propuestas para reforzar el apoyo que este brinda a los países de bajo ingreso. Presidirá la sesión el Ministro de Hacienda del Reino Unido, Gordon Brown.

El Director Gerente del FMI, Rodrigo de Rato, presentará un informe sobre el trabajo del FMI, sus labores en materia de supervisión y prevención de crisis, resolución de crisis, uso

de los recursos y gestión de la institución, y planes para combatir el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo.

Las deliberaciones del CMFI sobre la economía mundial serán ilustradas por las más recientes proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* y los respectivos análisis de las políticas económicas aplicadas en diversos lugares del mundo que realiza el personal técnico del FMI. En una conferencia de prensa el 21 de septiembre el Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI,

Raghuram Rajan, dará a conocer las proyecciones, que figuran en el capítulo 1 de *Perspectivas de la economía mundial*.

El Comité Conjunto del Banco y del FMI para el Desarrollo, presidido por el Ministro de Hacienda de Sudáfrica, Trevor Manuel, se reunirá el 25 de septiembre y se prevé que este haga un recuento de las iniciativas recientes encaminadas a reforzar la alianza para el desarrollo y el financiamiento para lograr los Objetivos de Desarrollo del Milenio centrando la atención en África. Además, es probable que se examine el Programa de Doha para el Desarrollo y la ayuda para el comercio.

La sesión plenaria de la reunión anual conjunta de las Juntas de Gobernadores del FMI y el Banco Mundial empezará el 24 de septiembre y concluirá al día siguiente.

Las Reuniones Anuales serán precedidas el 23 de septiembre por las reuniones de ministros de Hacienda del Grupo de los 24 países en desarrollo y del Grupo de las siete economías avanzadas. El 22 y 23 de septiembre se realizará un programa de seminarios públicos sobre temas económicos, financieros y de desarrollo.

El 25 de septiembre en el Marvin Center de la Universidad George Washington, el ex Director Gerente del FMI, Michel Camdessus, dictará la conferencia Per Jacobsson 2005 titulada "Instituciones financieras internacionales: Cómo hacer frente a los nuevos desafíos mundiales".

En el sitio web del FMI se puede obtener más información sobre las Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial, los comunicados del CMFI y el Comité para el Desarrollo y la transcripción de los discursos y conferencias de prensa. ■



Photographer's name/News agency

El Ministro de Hacienda del Reino Unido y Presidente del CMFI, Gordon Brown, habla ante los ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales del mundo durante la inauguración de las Reuniones Anuales de 2004.

## La sólida economía de Bangladesh está expuesta a perturbaciones externas

Gracias a un entorno macroeconómico estable y a los avances de las reformas estructurales, la economía de Bangladesh sigue creciendo a buen ritmo, como señala el FMI en su examen económico anual. El crecimiento real del PIB se estima en un 5,2% para el ejercicio que terminó el 30 de junio de 2005 (2004/05), algo inferior al 5,5% del ejercicio 2003/04, debido en parte a las inundaciones de julio de 2004. La inflación repuntó a finales de 2004 por los daños causados a las cosechas y el aumento de los precios del petróleo y otros productos, pero los aumentos de precios al consumidor se han moderado desde entonces y se prevé que la inflación media anual pasará del 6,5% del ejercicio 2004/05 al 6,0% en el ejercicio 2005/06. En los últimos años ha prevalecido la prudencia fiscal, el déficit presupuestario fue del 4,2% del PIB en el ejercicio 2004/05, y se prevé que se mantendrá en este nivel en el ejercicio 2005/06.

La posición externa del país se reforzó en 2003-04, pero los ingresos por las exportaciones han descendido desde noviembre de 2004, principalmente ante las grandes caídas de precios que supuso la eliminación de las cuotas del Acuerdo Multifibras (AMF) el 1 de enero de 2005. Las importaciones han aumentado rápidamente debido al alza del precio del petróleo y otros productos, de las importaciones de alimentos y de la demanda de bienes de inversión. Se prevé un déficit en la cuenta corriente

Bangladesh	Ejercicio 2002/03	Ejercicio 2003/04	Ejercicio 2004/05	Proy. ejercicio 2005/06
		(Variación porcentual)		
PIB real	5,3	5,5	5,2	6,0
Índice de precios al consumidor	4,4	5,8	6,5	6,0
		(Millones de dólares de EE.UU.)		
Importación de bienes y servicios	8,7	9,8	11,6	12,3
Balanza en cuenta corriente	76,0	176,0	-1,1	-1,4

Nota: El ejercicio fiscal de Bangladesh termina el 30 de junio.

Fuentes: Autoridades de Bangladesh y estimaciones del personal técnico del FMI.

externa de unos US\$1.100 millones del ejercicio 2004/05, tras el pequeño excedente de US\$176 millones del ejercicio 2003/04.

El Directorio Ejecutivo del FMI celebró el crecimiento económico, la inflación moderada y el aumento de las reservas internacionales, y elogió los esfuerzos de las autoridades para mantener la estabilidad económica y aplicar las reformas estructurales. Sin embargo, señaló que Bangladesh debe acelerar su crecimiento y mantener la estabilidad macroeconómica, así como superar las repercusiones de la abolición del AMF. Para ello, instó a las autoridades a que continúen las reformas básicas de la administración tributaria, la banca y el sector energético, se mejore la gestión gubernamental para impulsar la actividad empresarial, se diversifiquen las exportaciones y se promueva el repunte económico y la reducción de la pobreza. ■

## Buen primer año de Polonia en la UE, pero perduran los obstáculos al crecimiento

Según el examen económico anual del FMI, la economía polaca creció un 5,4% en 2004, aunque el repunte del crecimiento anterior a la adhesión a la Unión Europea (UE) perdió impulso en el segundo semestre. La reducción de la demanda interna y externa neta contribuyó a esta desaceleración, aunque las exportaciones volvieron a subir a finales de 2004. Este repunte de las exportaciones resultó sorprendente en vista de la reducción de la demanda en Europa occidental y la apreciación del zloty en el segundo semestre. El FMI reconoció que Polonia había sabido hacer frente a las subidas de precios provocadas por la adhesión y los shocks de la demanda, pero señaló que la demanda interna no avanzó en el primer trimestre de 2005 debido al descenso de la inversión y a las existencias que tienen un gran componente importado.

Polonia	2002	2003	Prel. 2004	Proy. 2005
		(Variación porcentual)		
PIB real	1,4	3,8	5,4	3,7
Demanda interna	0,8	2,6	5,0	2,6
		(Porcentaje de la fuerza laboral; a final de año)		
Desempleo	16,2	16,7	19,0	19,4
		(Miles de millones de dólares de EE.UU.)		
Exportaciones	46,7	61,0	81,6	94,9

Fuentes: Autoridades polacas y estimaciones del personal técnico del FMI. Las proyecciones son de junio de 2005.

El Directorio Ejecutivo felicitó a las autoridades polacas por el éxito en su primer año en la UE, pero manifestó que la pérdida de impulso del crecimiento significa que el país no ha entrado en un período de mayor inversión y producción que contribuya a reducir el elevado desempleo. La tasa de empleo de Polonia (52%) es la más baja de toda la UE y responde a rigideces estructurales y presiones demográficas. Las tasas de desempleo juvenil y de larga duración son especialmente preocupantes.

En el ámbito fiscal, el Directorio Ejecutivo instó a las autoridades a seguir reduciendo el déficit público y la deuda, protegiendo al mismo tiempo los planes de inversión pública contemplados en el programa de convergencia para la adopción del euro. El período inmediatamente posterior a las elecciones del 25 de septiembre brinda la oportunidad de efectuar una consolidación fiscal y reformar el gasto, señaló el Directorio Ejecutivo, e indicó que el principal reto macroeconómico del próximo gobierno será alcanzar objetivos fiscales claros a mediano plazo. Agregó que, para lograr esas metas e incrementar el potencial de crecimiento, se requerirá una estrategia fiscal bien formulada. ■

Véanse más detalles en las notas de información al público No. 05/90 (Bangladesh) y No. 05/93 (Polonia) en [www.imf.org](http://www.imf.org).



## Estrategia de recuperación económica en la zona del euro

**B**ajo crecimiento. Persistencia de una alta tasa de desempleo. Gana el "No" en los referendos sobre la Constitución Europea y no se llega a un acuerdo sobre el nuevo presupuesto comunitario. Estos últimos días, las noticias de la Unión Europea (UE) reflejan una profunda incertidumbre sobre la forma de avanzar. Según Michael Deppler, Director del Departamento de Europa del FMI, el principal problema de la UE es la necesidad de orientar su economía, que se enfrenta a un ajuste difícil. En una entrevista con Camilla Andersen para el Boletín del FMI, señala que mientras continúe la incertidumbre entre la población, máxime acerca de la viabilidad de su modelo social, el ahorro suplantarán al gasto. ¿Solución? Restablecer la confianza mediante una estrategia global de futuro que refuerce el crecimiento y salvaguarde el modelo social. Los elementos de la estrategia son bien conocidos, pero constituyen un reto político: aumento del empleo, equilibrio presupuestario y mayor competencia en los mercados de trabajo, bienes y servicios.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Por qué la zona del euro no se ha beneficiado de la expansión mundial?

**DEPPLER:** El crecimiento ha sido decepcionante: se ha situado por debajo de lo previsto, debido a los factores a corto plazo, como el precio del petróleo, y a mediano plazo, como los ajustes cíclicos en el sector empresarial europeo. Pero, fundamentalmente, cabe mencionar las cuestiones a largo plazo: los bajos niveles de empleo que se registran desde hace tres décadas, el envejecimiento de la población que se producirá en las próximas cuatro décadas y la incertidumbre que existe respecto a cómo los gobiernos abordarán estos problemas. La suma de estos factores ha deparado un crecimiento decepcionante.

Aun así, la zona del euro está avanzando. Si bien durante esta etapa no se registrará un fuerte crecimiento, la situación no es tan mala como se ha dado a entender. Creemos que el crecimiento aumentará progresivamente a corto plazo frente al 1¼% de este año.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Se ha visto frenada la recuperación económica por el alza del precio del petróleo y la apreciación del euro?

**DEPPLER:** Evidentemente, los precios del petróleo y el euro han influido. Es probable que el petróleo haya frenado el crecimiento en cerca del 1% en los dos últimos años, y puede que el euro haya hecho otro ½%. Este porcentaje no es nada desdenable cuando se crece solo el 1¼%. Pero el alza del precio del petróleo ha obedecido al fuerte ritmo de crecimiento mundial, que a su vez ha beneficiado a las exportaciones en la zona del euro, por lo que el débil crecimiento de la zona no puede atribuirse únicamente a factores externos. El verdadero lastre para el crecimiento debe buscarse en el ámbito nacional.



Henrik Schmidt / De Groot/FMI

Deppler: Lamentablemente, lo que ocurre ahora es que se está cuestionando si la zona del euro y la UE son parte de la solución o parte del problema.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Por qué la opinión de las empresas sigue sin tener peso en muchos países?

**DEPPLER:** Hasta el año 2000 se produjo un auge de la inversión, pero desde entonces se ha roto esta tendencia. Esto se aplica a muchos países, incluido Estados Unidos. En Europa, el sector empresarial sobreinvierte en el mercado de valores cuando este estaba en auge, lo cual generó un excesivo grado de apalancamiento, especialmente en Alemania; ahora las empresas tratan de mejorar sus balances en lugar de invertir. Pero la situación se está estabilizando y se observan señales de optimismo en las empresas.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Y en cuanto a los consumidores y los hogares?

**DEPPLER:** La moderación salarial necesaria para generar empleo a más largo plazo, unida a una inflación rígida, indica que los ingresos reales aumentan lentamente. El envejecimiento de la población, que se acelerará en los próximos años, apunta fundamentalmente a una insostenibilidad fiscal subyacente en gran parte de Europa occidental. A medida que la población envejezca, aumentarán los pagos por prestaciones y se reducirá la fuerza laboral que contribuye a financiarlas. La mayoría de los gobiernos no han formulado planes convincentes para afrontar estos retos. De ahí que los consumidores y los inversionistas sean prudentes.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Qué pueden hacer las autoridades?

**DEPPLER:** Estos problemas son más estructurales que cíclicos, y se plantean más a largo plazo que a corto plazo. Preocuparse por el corto plazo cuando no existe una visión clara de futuro es un propósito efímero.

# Panorama regional

Las autoridades económicas deben definir, con una finalidad y una visión claras, una estrategia que incluya políticas fiscales y estructurales, con el fin de fortalecer el empleo y el crecimiento y lograr un modelo social viable. Permítame darle un ejemplo: si los gobiernos abordan las presiones sobre el gasto derivadas del envejecimiento de la población mediante el aumento de los impuestos y el recorte de las pensiones, la mano de obra disponible y el crecimiento se verán afectados, al igual que la demanda, pues los hogares ahorrarán para compensar. Si, en lugar de ello, retrasan la edad de jubilación, aumentará la mano de obra disponible y el consumo se mantendrá relativamente estable. Se trata de buscar una estrategia que genere más empleo y haga más productivo el trabajo.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Qué se ha hecho hasta ahora?

**DEPLER:** Se han adoptado considerables medidas para lograr la moderación salarial y acabar con la jubilación anticipada. Asimismo, en la última década, se han emprendido reformas del mercado laboral y, aunque las medidas han sido pusilánimes, han surtido efectos: en contra de lo que se piensa, los resultados registrados en la zona del euro en materia de empleo entre 1996 y 2004 fueron similares a los de Estados Unidos (se crearon cerca de 12 millones de empleos). También se ha avanzado en los últimos años: la Agenda 2010, en Alemania, y la reforma de las pensiones, en Francia, son ejemplos de reformas que han mejorado los incentivos al trabajo y reducido la insostenibilidad fiscal subyacente en ambos países. Con todo, es preciso avanzar mucho más.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Significa esta insistencia en la reforma que las políticas monetarias no tienen influencia alguna?

**DEPLER:** No. Sí que la tienen, pero no es decisiva, ya que los problemas son básicamente estructurales. Las políticas monetarias deben propiciar el proceso de transición en la medida de lo posible, pero dentro de un marco que mantenga la estabilidad de los precios.

Creemos que las condiciones monetarias han sido propicias y las tasas de interés adecuadas. El Banco Central Europeo (BCE) tuvo que afrontar un débil crecimiento y una inflación muy tenaz: transcurridos cinco años, la inflación global se sitúa ligeramente por encima del objetivo “cerca, pero por debajo, del 2%” y probablemente se mantenga en esos niveles durante cierto tiempo debido a la presión de los precios del petróleo. Además, se espera una recuperación del crecimiento, por lo que no es preciso recortar las tasas de interés en este momento. No obstante, convendría hacerlo si la recuperación decayera una vez más y las presiones inflacionarias subyacentes siguieran contenidas.

**BOLETÍN DEL FMI:** El FMI pide a los países de la zona del euro que busquen un equilibrio fiscal, ¿resulta esto realista en una coyuntura de lento crecimiento económico y crecientes presiones sobre el Estado de bienestar?

**DEPLER:** En definitiva, las políticas deben ser coherentes para ser creíbles. No se puede hablar de reformas para lograr un modelo social viable cuando los presupuestos contribuyen a aumentar los déficit públicos y los coeficientes de endeudamiento en una situación de creciente envejecimiento de la población. El temor justificable de las personas de que se está posponiendo lo inevitable invalida cualquier posible alivio a corto plazo resultante de unos déficit más elevados.

La coherencia exige una visión clara sobre cómo abordar las tendencias de mediano a largo plazo, esto es, una combinación equilibrada y sólida de ajustes fiscales y estructurales. Esta combinación varía en función del país, pero creemos que la zona del euro en su conjunto necesita políticas fiscales para lograr una posición equilibrada antes de 2010, lo que conlleva ajustes anuales del ½% del PIB. Este objetivo contrasta notablemente con la situación fiscal, que se ha ido deteriorando.

**BOLETÍN DEL FMI:** El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) no parece conseguir que los países asuman sus compromisos.

¿Qué se puede hacer para promover una mayor disciplina fiscal?

**DEPLER:** Este ha sido un período difícil para Europa, y muchas de las dificultades se agravaron con la aplicación del PEC. A raíz de ello, se ha efectuado una reforma para asegurar un marco fiscal más flexible en la zona del euro.

Desde el punto de vista técnico, es decir, fuera del contexto político, las medidas adoptadas no han sido especialmente inadecuadas. De hecho,

si los gobiernos aplican plenamente las reformas, ello representaría un avance. Así, tendremos un PEC considerado como propio que nunca habíamos tenido.

Sin embargo, es arriesgado mantener la disciplina fiscal en una unión monetaria con políticas fiscales descentralizadas. Hay que combatir los problemas de parasitismo. Esta es una preocupación real en un momento en que las políticas fiscales en la mayoría de países son insostenibles. Por tanto, el éxito de la reforma del PEC dependerá de cómo aplique las nuevas normas el Consejo Europeo de ministros de finanzas. Si se sigue aplicando decididamente, el nuevo PEC constituirá un avance; de lo contrario, ya veremos qué ocurrirá.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Qué hace falta para crear más empleos?

**DEPLER:** La tasa media de empleo en la zona del euro se sitúa a tan solo un 75% del nivel de Estados Unidos. El principal problema de la zona del euro es el menor número de trabajadores que deberán financiar más prestaciones; pero también

Se trata de buscar una estrategia que genere más empleo y haga más productivo el trabajo.

—Michael Depler

representa una gran oportunidad, pues hay trabajadores potencialmente disponibles para sostener el modelo social. Se trata de un reto político, pero las medidas necesarias para promover la creación de empleo son conocidas: mayor flexibilidad de contratación y despido, moderación salarial continuada y mejora de los incentivos para que los desempleados busquen empleo.

En realidad, Europa ha mantenido la moderación salarial y ha reformado sus mercados laborales durante más de una década. Si bien ello ha dado más frutos de lo esperado y debe continuar, el reto consiste en aumentar los resultados en cuanto a crecimiento.

Esto último implica mejorar la productividad, que se ha deteriorado. Lamentablemente, se sabe menos sobre la forma de incrementar la productividad que sobre la forma de aumentar el empleo, aunque existe una herramienta que parece funcionar para ambos: se trata de aumentar la competencia en la economía nacional. Ello obliga a las empresas a ser más eficientes y por tanto, más productivas. Por otra parte, al imponer disciplina en la fijación de precios, el aumento de la competencia depara unos mayores ingresos reales y aumento del consumo, lo cual ayuda a contrarrestar los efectos negativos de la moderación salarial por sí sola. Estas medidas refuerzan los efectos de la moderación salarial sobre la creación de empleos y el crecimiento del producto.

Por lo tanto, se requieren estrategias más integrales que combinen reformas del mercado laboral y de productos. En este sentido, la estrategia de Lisboa ofrece un marco para ello.

**BOLETÍN DEL FMI:** ¿Cree que la zona del euro seguirá avanzando, dada la renuencia de muchos países a realizar reformas?

**DEPPLER:** Los resultados económicos de la zona del euro no son satisfactorios, y tengo la convicción de que los gobiernos están muy interesados en abordar los problemas que afectan a la sociedad. La clarificación de las actuales incertidumbres políticas —en este mes, se celebrarán elecciones en Alemania, el próximo año, se celebrarán en Italia, y Francia se prepara para las elecciones presidenciales dentro de un año y medio— dará un nuevo impulso. La cuestión es si las iniciativas volverán a ser graduales y parciales o decisivas e integrales.

**BOLETÍN DEL FMI:** Se habla mucho de las diferencias políticas dentro de la UE y la zona del euro, ya sea entre grandes y pequeños países, entre antiguos y nuevos miembros, y entre “liberales” y firmes defensores del modelo social europeo.

¿Amenazan estas diferencias a la Europa que todos conocemos?

**DEPPLER:** Lamentablemente, lo que ocurre ahora es que se está cuestionando si la zona del euro y la UE son parte de la solución o parte del problema. Se ha abierto un período de reflexión al respecto y, como parte de esa reflexión, muy publicitada en la prensa, se ha producido una polarización de opiniones. Pero, basado en mi experiencia, creo que existe un amplio consenso entre las autoridades económicas sobre lo que se debe hacer, y las diferencias han pasado a un segundo plano. Ahora falta que los gobiernos formulen una visión creíble que permita hacer esto realidad.

No obstante, la lamentable consecuencia del actual escepticismo es el mayor énfasis en las soluciones nacionales, que incluye una tendencia hacia el proteccionismo. En cierto sentido, esta concentración de la atención es positiva: teniendo en cuenta que numerosos problemas solo pueden resolverse a nivel nacional, conviene que los países dejen de ampararse en Bruselas y empiecen a afrontarlos ellos mismos.

Por otra parte, las autoridades económicas no deberían olvidar el considerable valor añadido que aporta la acción conjunta. Nuestra opinión es clara: en el fluir y refluir de la integración europea de la posguerra, esta ha reportado beneficios en general. Asimismo, prevemos unos beneficios de la cooperación especialmente importantes en una unión monetaria descentralizada como la zona del euro. Abrigo la esperanza de que las personas lleguen a apreciar una vez más las ventajas de trabajar en un marco de cooperación cuando superemos este momento difícil. ■



Protesta en Munich contra las reformas del gobierno en el marco de la “Agenda 2010”.

Alexandra Winkler/Reuters

Pueden adquirirse ejemplares de *Euro Area Policies* y *Euro Area Policies: Selected Issues* (IMF Country Reports 05/265 y 05/266), al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 280. El texto completo, en inglés, puede consultarse en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## Integración regional y adhesión a la OMC: ¿Cuál debe ser la secuencia lógica para la CEI?

La integración comercial regional no sustituye ni constituye un obstáculo para la liberalización del comercio multilateral. Los acuerdos regionales aún son muy importantes en la política comercial de muchos países y es probable que la integración regional y la reforma del comercio multilateral sigan coexistiendo. En un documento de trabajo del FMI se analiza la secuencia lógica para la participación en uniones aduaneras regionales y el ingreso en la Organización Mundial del Comercio (OMC), y se examina si la participación en la Comunidad Económica Euroasiática (EAEC, por sus siglas en inglés) —una unión aduanera regional que incluye a cinco países miembros de la Comunidad de Estados Independientes (CEI)— facilita o retrasa el ingreso de sus miembros en la OMC. El documento aduce varios motivos por los que las pequeñas economías con regímenes comerciales relativamente liberales deberían ingresar primero a la OMC.

Aunque, desde una perspectiva mundial, los acuerdos comerciales regionales son económicamente inferiores a la liberalización comercial no discriminatoria basada en la cláusula de la nación más favorecida (cláusula NMF), estos siguen proliferando. La integración comercial regional puede facilitar el diálogo y la coordinación de cuestiones regionales no incluidas en las agendas multilaterales. Los acuerdos regionales no son incompatibles con la pertenencia a la OMC, ya que esta permite a sus miembros participar en acuerdos comerciales preferenciales, siempre que se eliminen las barreras comerciales “en casi todas las transacciones comerciales” entre los miembros. La secuencia del ingreso en la OMC y la integración comercial regional, en particular las uniones aduaneras, sigue siendo, no obstante, objeto de gran atención.

### Dos consideraciones

Un país debería evaluar detenidamente la secuencia de la adhesión a la OMC y la pertenencia a una unión aduanera. Las ventajas de ingresar en la OMC antes de entrar en una unión aduanera, o viceversa, pueden variar considerablemente de un país a otro en función de las preferencias comerciales y del poder de negociación de cada uno. Dos son las consideraciones básicas que deben tenerse en cuenta a la hora de evaluar la secuencia: cómo afectaría a la influencia de un país en las negociaciones comerciales regionales y a la estructura de protección, y si perseguir primero la integración regional retrasaría o no la adhesión a la OMC.

Ingresar antes en la OMC puede conferir a las pequeñas economías abiertas influencia sobre las políticas comerciales

de economías más grandes y quizá menos abiertas en vías de adhesión. De hecho, al integrarse antes en la OMC, los pequeños países podrían obtener concesiones de otros miembros regionales que no conseguirían con negociaciones bilaterales ni mediante acuerdos comerciales regionales, dada la dispar influencia económica de los miembros. Esta influencia podría ser sumamente valiosa a la hora de crear una unión aduanera en la que los aranceles externos comunes representen una solución de compromiso negociada entre las preferencias del productor y del consumidor en los países miembros.

La adhesión puede retrasarse si las uniones aduaneras se negocian antes del ingreso en la OMC, ya que los miembros de una unión aduanera deben coordinar sus posiciones y armonizar los compromisos futuros con “condiciones comunes de adhesión a la OMC”. Este retraso suele perjudicar, sobre todo a las pequeñas economías abiertas, que, en proporción, son las que más salen ganando con la integración comercial. A las economías grandes les podrían preocupar más las condiciones que el ritmo de la adhesión. Además, aunque podría argumentarse que la negociación conjunta de la adhesión aumenta el poder de negociación colectiva, no está claro, a priori, que el resultado pudiera reflejar las preferencias de los miembros más pequeños de una unión aduanera.

Asimismo, si uno de los miembros de la unión aduanera ya es miembro de la OMC, podrían surgir incompatibilidades entre los compromisos de la OMC y los de dicha unión, en cuyo caso, los aranceles externos comunes entre los miembros

### El largo camino de la CEI hacia la OMC

La unión aduanera regional EAEC, que reemplazó a la unión aduanera de la CEI, podría retrasar el ingreso de sus miembros a la OMC.

Miembros de la CEI	Solicitud de ingreso a la OMC	Estado actual
<i>Miembros de la EAEC</i>		
Belarús	Septiembre de 1993	En negociación
Kazajstán	Enero de 1996	En negociación
República Kirguisa	Febrero de 1996	Ingresó en 1998
Rusia	Junio de 1993	En negociación
Tayikistán	Mayo de 2001	En negociación
<i>Observadores de la EAEC</i>		
Armenia	Noviembre de 1993	Ingresó en 2003
Moldova	Noviembre de 1993	Ingresó en 2001
Ucrania	Noviembre de 1993	En negociación
<i>No miembros/ no observadores de la EAEC</i>		
Azerbaiyán	Julio de 1997	En negociación
Georgia	Julio de 1996	Ingresó en 2000
Turkmenistán	Aún no ha presentado solicitud	...
Uzbekistán	Diciembre de 1994	En negociación

Nota: La CEI es la Comunidad de Estados Independientes; EAEC es la Comunidad Económica Euroasiática; OMC es la Organización Mundial del Comercio. Fuente: Organización Mundial del Comercio.





Alexander Zemtshchenko/Reuters

Asistentes a la Cumbre de la Comunidad Económica Euroasiática de junio de 2005 en Moscú (izq. a der.): los presidentes Robert Kocharian de Armenia, Alexander Lukashenko de Belarús, Vladimir Putin de Rusia y Imomali Rahmonov de Tayikistán. Se procura crear una unión aduanera y eventualmente una zona económica común.

deberían fijarse a la tasa más baja, con lo que también se reduce el riesgo de desviación del comercio y de un aumento general de la protección.

## La Comunidad Económica Euroasiática

En octubre de 2000, Belarús, la Federación de Rusia, Kazajstán, la República Kirguisa y Tayikistán firmaron el acuerdo EAEC, que entró en vigor en mayo de 2001. El acuerdo, que reemplaza a la unión aduanera de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) de los años noventa, prevé la creación de una unión aduanera y un espacio económico común, lo que implica una mayor integración y cooperación económicas más allá de la armonización de los aranceles externos. Un acuerdo sobre el arancel externo común, suscrito en febrero de 2000, preveía la aplicación del arancel común en distintas fases durante un período de cinco años, prorrogable de común acuerdo, a partir de su entrada en vigor, pero este arancel aún no se ha aplicado.

A mediados de los años noventa, cuando la mayoría de los países de la CEI solicitaron el ingreso en la OMC, cada país lo hizo de forma independiente. En mayo de 2003, los miembros de la EAEC no pertenecientes a la OMC aprobaron un enfoque coordinado de adhesión a la OMC según los compromisos del EAEC. Este enfoque, reiterado en Almaty (Kazajstán) en junio de 2004, podría complicar el proceso de adhesión y provocar retrasos muy perjudiciales para las pequeñas economías abiertas, que sí se beneficiarían de una rápida adhesión. Estas deben armonizar sus compromisos relativos al arancel

externo común con condiciones comunes de adhesión a la OMC mediante la conciliación de intereses muy distintos en la región. Estos retrasos también pueden conllevar costos para las economías más abiertas, al perder estas la oportunidad de obtener concesiones de los miembros más proteccionistas de la unión aduanera. La perspectiva de la plena implementación de la EAEC ya ha aumentado el nivel de protección de la región, cumpliendo así los compromisos de la unión aduanera.

Un análisis de la estructura arancelaria de la EAEC indica que los niveles de protección comercial de Kazajstán, la República Kirguisa y Tayikistán aumentarán con la plena implementación de la unión aduanera, ya que sus miembros tendrán que armonizar sus estructuras arancelarias actuales con las de la EAEC. Los costos del ingreso en la unión aduanera de la EAEC recaerán en los consumidores de Kazajstán, la República Kirguisa y Tayikistán, al tener que aumentar estos países sus tasas arancelarias para satisfacer los compromisos de la EAEC.

La simulación de las dos secuencias indica que la adhesión a la OMC antes de la implementación de la unión aduanera (frente al inconveniente del retraso de la adhesión a la OMC) mejora el bienestar económico de los consumidores de los países miembros cuyas tasas arancelarias ya eran bajas en un principio. Asimismo, la desviación comercial neta varía de un país a otro debido a los diferentes niveles de protección.

## Ante todo prudencia

La unión aduanera de la EAEC debe aplicarse con cautela. Primero, algunos países podrían ver mermado su bienestar a causa de la desviación del comercio provocada por el aumento de la protección. Segundo, el proceso de armonización podría beneficiar a unos países más que a otros. Por último, aunque una unión aduanera no impediría una liberalización multilateral en el futuro, podría retrasar la decisión debido a la necesidad de coordinar posiciones. Este retraso permitiría a los defensores del proteccionismo ejercer más influencia sobre las políticas comerciales de otros países más liberales y podría frenar el proceso de adhesión a la OMC. ■

Patrizia Tumbarello  
FMI, Departamento de Asia y el Pacífico

Este artículo se basa en "Regional Trade Integration and WTO Accession: Which Is the Right Sequencing? An Application to the CIS" (IMF Working Paper No. 05/94). Pueden adquirirse ejemplares al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la página 280. El texto completo, en inglés, puede consultarse en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## ¿Qué es lo que cambia a las instituciones?

Puesto que más de 1.000 millones de habitantes en los países en desarrollo viven con menos de US\$1 al día, la eliminación de la pobreza extrema sigue figurando en los primeros lugares del temario de la comunidad internacional. Lo fundamental para reducirla es lograr una tasa alta y sostenida de crecimiento económico y para ello es menester en muchos casos mejorar la calidad de instituciones económicas básicas, como los derechos de propiedad y la gobernabilidad, incluida la reducción de la corrupción. ¿Qué es lo que estimula la mejora de las instituciones? ¿Es posible construirlas con rapidez? En *Perspectivas de la economía mundial* de septiembre de 2005 se analiza lo que actualmente se sabe y se identifican varios factores que parecen acrecentar la calidad institucional.

Muchos países en desarrollo han avanzado bastante hacia la estabilidad macroeconómica, pero las buenas instituciones también son una condición fundamental para alcanzar un crecimiento alto y sostenido y mejores niveles de vida. En la edición de abril 2003 de esa publicación, se estimó que si las instituciones de África subsahariana alcanzaran el nivel que tienen en los países en desarrollo de Asia, cabría esperar que su PIB per cápita se duplicase a largo plazo. Pero mejorar las instituciones puede ser un proceso lento y complejo.

### El cambio es posible

Las instituciones económicas básicas reflejan las normas codificadas en leyes, las convenciones oficiosas y las tradiciones y son, entonces, producto de una compleja interacción de factores económicos y políticos, historia y cultura y, a menudo, muy persistentes (gráfico en esta página). Por ejemplo, en las economías europeas de planificación centralizada se protegía solo mínimamente a la propiedad privada y faltaban la innovación y el dinamismo del mercado libre. En la era postcomunista estos países han adoptado, en general, códigos jurídicos de estilo occidental, pero la mejora del clima para las actividades comerciales —menos corrupción, juicios rápidos y veloces procedimientos comerciales— ha evolucionado con más lentitud.

Pese a la tendencia a persistir de las instituciones, lo acontecido en las tres últimas décadas sugiere que es factible lograr el cambio institucional con rapidez y que esto ha contribuido a elevar el nivel de vida de muchos países. En *Perspectivas* se identifican 65 casos de significativas mejoras (“transiciones”) de las instituciones económicas desde principios de los años setenta (gráfico, página 275).

El análisis de estas transiciones sugiere que hubo varios factores que pueden haber aumentado el potencial para la mejora institucional. Primero, el colapso de los sistemas coloniales alteró las estructuras que permitían la extracción sistemática de rentas. Segundo, los rápidos avances tecnológicos

ayudaron a las economías a alejarse de sectores, como el de la minería, que se prestan a la apropiación de rentas. Tercero, la globalización ha ofrecido nuevas oportunidades económicas al bajar los costos del transporte y las comunicaciones. Por último, la caída del comunismo alteró radicalmente el régimen de gobierno, haciendo desaparecer otra fuente importante de persistencia institucional.

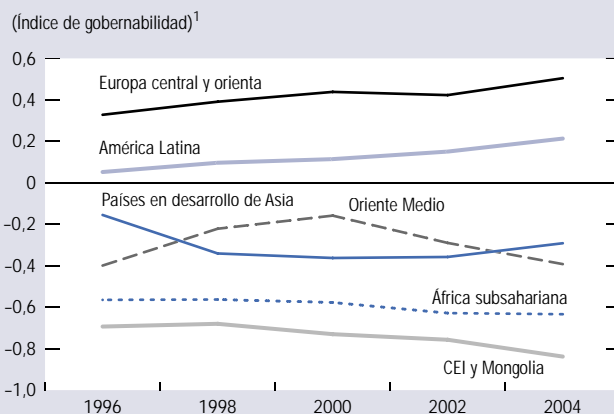
### Determinantes del cambio

Usando los datos de 1970–2004 de 90 países, se evaluó en el estudio la forma en que diversos factores afectan la probabilidad de que las instituciones económicas mejoren considerablemente; al parecer, varios de los factores que la incrementan son:

- **La apertura del comercio.** La transición desde una autarquía completa a una plena liberalización se asocia con un incremento de 15 puntos porcentuales de la probabilidad de transición. La mayor apertura impulsa el cambio institucional positivo porque los sectores exportadores suelen requerir innovación constante para competir internacionalmente. Además, las importaciones reducen la capacidad de los productores del país para mantener una renta monopolista que tiende a obstaculizar la mejora institucional.
- **La libertad de prensa.** La mayor rendición de cuentas se asocia con políticas que benefician el crecimiento a largo plazo de un país antes que los intereses de unos pocos poderosos.
- **Vecinos con instituciones de mayor calidad.** La competencia entre países y el efecto demostración de los éxitos regionales también pueden acicatear el crecimiento.

### Hay grandes diferencias de calidad entre las regiones

En la última década, la calidad institucional mejoró lentamente en Europa central y oriental y en América Latina, pero se mantuvo deficiente en África subsahariana y la CEI.

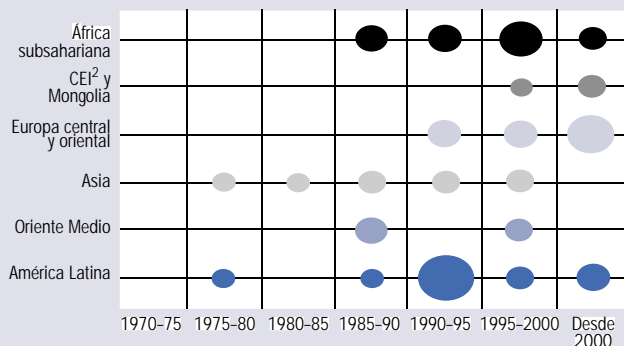


<sup>1</sup>La calidad institucional fue medida con el índice de gobernabilidad agregada de Kaufmann, Kray y Mastruzzi (2004). Los valores regionales se calcularon como promedios simples. Fuentes: Kaufmann, Kray y Mastruzzi, y cálculos del personal técnico del FMI.

## Las instituciones están cambiando

La mayoría de las 65 transiciones institucionales se produjeron después de la caída del comunismo.

(Transiciones económicas<sup>1</sup>)



Nota: El tamaño de las burbujas representa el número de transiciones en el quinquenio.

<sup>1</sup>Solo se incluyen economías en desarrollo salvo en el caso de Asia, que también abarca las transiciones de economías de reciente industrialización.

<sup>2</sup>Comunidad de Estados Independientes.

Fuentes: Gwartney y Lawson (2003) y cálculos del personal técnico del FMI.

• **Un mayor nivel de educación.** Esto concuerda con la noción de que una población más educada participa más y mejor en la toma de decisiones.

En un análisis complementario se examinaron los factores que determinan la calidad institucional, tanto en los países como en el tiempo, y no sorprende la conclusión de que los mismos factores institucionales mencionados son los que en general respaldan dicha calidad; también se encontró que un sector grande de recursos naturales la afecta negativamente en algunos países: dado que sus resultados económicos están determinados sobre todo por la demanda mundial y los precios de los productos básicos del caso, lamentablemente son pocos los beneficios competitivos de la mejora institucional y la innovación.

En cuanto a la ayuda externa, los datos fueron ambiguos: en el análisis de las transiciones, las grandes entradas tenían una correlación negativa con la probabilidad de transición hacia instituciones mejores, pero el análisis de la calidad global de las instituciones económicas no produjo ningún resultado inequívoco. En definitiva, los efectos desfavorables de la ayuda parecían ser mayores en los países con instituciones débiles. Habrá que seguir investigando para comprender mejor estos efectos pero al parecer todo esfuerzo por mejorar las instituciones también incrementará la efectividad de la ayuda.

### Influencia de las anclas externas

Varias anclas externas e iniciativas internacionales pueden mejorar la calidad institucional: por ejemplo, la apertura de una economía respalda el cambio positivo en muchos aspectos. Las políticas unilaterales que reducen las barreras

al comercio y los esfuerzos por liberalizarlo en la Ronda de Doha probablemente tendrán un fuerte efecto positivo en la transformación institucional.

A otras anclas externas también les caben papeles importantes. La adhesión a la Unión Europea (UE) ha fomentado el cambio institucional en los países de Europa central y oriental y, en los que no son miembros, se los estimulará con el Programa de Vecindad. Análogamente, la Organización Mundial del Comercio ha fomentado un cambio institucional positivo entre los países que desean ingresar, sobre todo en China. La Nueva Alianza para el Desarrollo de África con su mecanismo de evaluación paritaria, podría llegar a ser una plataforma importante para diagnosticar debilidades institucionales, formular recomendaciones específicas para cada país y atraer la inversión hacia los que hayan implementado con éxito la reforma.

Además, la comunidad internacional ha asumido un papel importante en la promoción de la transparencia en los países en desarrollo y ha reconocido que en algunos aspectos, como la corrupción, los países desarrollados deben tomar medidas correctivas. En estos casos, la Convención de la OCDE para combatir el cohecho obliga a los países signatarios a tratar la corrupción de un funcionario público extranjero en la misma forma que la de un funcionario nacional. La Iniciativa para la transparencia de las industrias extractivas del Reino Unido alienta a los gobiernos y a las empresas que trabajan en países que exportan recursos naturales a revelar tanto los ingresos como los pagos, mejorando así la calidad de los datos y aminorando la posibilidad de que se asignen erróneamente los fondos.

Por su parte, el FMI, el Banco Mundial y otros organismos internacionales han respaldado el aumento de la transparencia por diversos medios, incluso la condicionalidad. En Uganda, los estudios de seguimiento del gasto público hicieron incrementar notablemente la relación entre el gasto efectivo en educación primaria y la asignación en el presupuesto central. El código de transparencia fiscal del FMI fomenta la rendición de cuentas por parte del gobierno y el de transparencia de las políticas monetarias y financieras puede reducir las prácticas no competitivas en el sector financiero.

En cuanto a los flujos de ayuda y su efecto en la calidad institucional, el análisis no da una respuesta definitiva, pero dado que es probable que en años venideros aumenten mucho en relación con el gasto público en varios países, los donantes y los receptores deben reflexionar cuidadosamente sobre las posibles repercusiones institucionales y tratar de estructurar su suministro, con las consiguientes medidas de política, para minimizar los riesgos de efectos adversos. Puede decirse que el mejoramiento de las instituciones también aumenta la efectividad de la ayuda en la lucha contra la pobreza. ■

Martin Sommer y Angela Espiritu  
FMI, Departamento de Estudios

## ¿Qué está generando los desequilibrios mundiales?

Las tasas de ahorro e inversión han caído en todo el mundo y los desequilibrios en cuenta corriente han alcanzado niveles insospechados, pero las tasas de interés reales a largo plazo siguen siendo bajas en muchos países. ¿Qué está pasando? El estudio *Perspectivas de la economía mundial* de septiembre de 2005 indica que unos cambios importantes en las estructuras de ahorro e inversión han repercutido notablemente en los desequilibrios mundiales y en las tasas de interés a largo plazo.

Las tasas de ahorro e inversión mundiales están en unos niveles mínimos históricos. En 2004 descendieron por debajo del 22% del PIB mundial a cerca del 26% a principios de los años setenta. Este declive parece deberse a hechos concretos en el ámbito mundial, nacional y regional. La fácil disponibilidad de crédito y el aumento de los precios de los activos han reducido el ahorro en muchos países industriales, aunque los déficit fiscales en Estados Unidos y el envejecimiento de la población en Japón y Europa también han sido factores importantes. En cuanto a la inversión, las tasas han descendido en Japón, la zona del euro y en varios mercados emergentes, en particular de Asia (salvo en China). Como consecuencia, la participación

de los países industriales en el ahorro e inversión mundial descendió al 70% en 2004 con respecto al 85% registrado en 1970.

Estas tendencias han repercutido en los actuales desequilibrios en cuenta corriente, especialmente en Estados Unidos, donde, debido a la brusca caída del ahorro, el déficit en cuenta corriente (el exceso de la inversión con respecto al ahorro) ha alcanzado un nivel sin precedentes: según las proyecciones, un 6,1% del PIB o US\$760.000 millones en 2005. El aumento del ahorro en China y en los países petroleros, y las escasas inversiones en Japón y en los países emergentes de Asia, salvo en China, se han traducido en un ahorro excesivo con respecto a la inversión (superávit en cuenta corriente).

La actual constelación de desequilibrios en cuenta corriente por todo el mundo, que afecta a una gran diversidad de países, entre ellos las economías de mercados emergentes y las economías productoras de petróleo, así como a los países industriales (véase el gráfico), contrasta con la situación de mediados de los años ochenta, cuando los fuertes desequilibrios en cuenta corriente se concentraban en Estados Unidos, Japón y Europa (fundamentalmente en Alemania). La situación actual parece ser el resultado de acontecimientos ocurridos en países concretos y no de un acontecimiento mundial único.

La otra pieza del rompecabezas —persistencia de las tasas de interés real bajas— parece ser en gran medida el resultado del inusitado descenso de las tasas de inversión en esta etapa del ciclo económico. Los bajos niveles de inversión, se deben principalmente a que las empresas en muchos países han seguido fortaleciendo sus balances mediante el pago de la deuda, por lo que, a pesar del sólido crecimiento de sus utilidades, la inversión ha permanecido baja. En los países emergentes de Asia, sobre todo, hay indicios de subinversión en varios países.

### ¿Qué significa esto?

El estudio destaca dos conclusiones importantes para el futuro. Primero, no existe una “solución mágica” para abordar los desequilibrios en vista del tamaño y la diversidad de los países actualmente afectados. Se necesitarán medidas urgentes en muchos frentes, en particular, acelerar la consolidación fiscal en Estados Unidos, fomentar el crecimiento en Japón y Europa, y aumentar la inversión en Asia (llevando a cabo, entre otras medidas, la actual reestructuración financiera y empresarial) y en los países exportadores de petróleo.

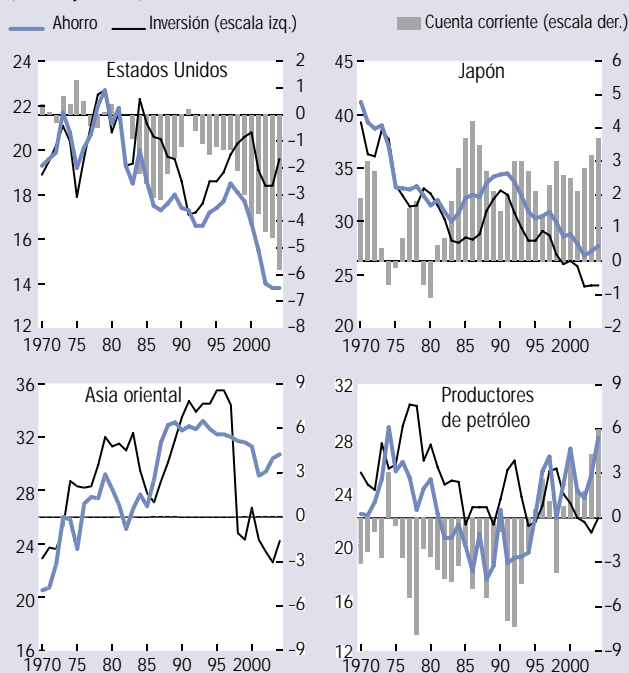
Segundo, la evolución de la inversión será fundamental para decidir el rumbo de las tasas de interés a largo plazo. Seguramente una reactivación de la inversión mundial haría subir las tasas de interés a largo plazo. ■

Marco Terrones y Roberto Cardarelli  
FMI, Departamento de Estudios

### El ahorro, la inversión y los desequilibrios

La evolución de los países industriales y las economías de mercados emergentes ha contribuido a los actuales desequilibrios mundiales.

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: OCDE, Analytic Database; Banco Mundial, *Indicadores del desarrollo mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.



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

País miembro	Fecha del acuerdo	Fecha de vencimiento	Monto aprobado	Saldo no utilizado
(Millones de DEG)				
<b>Acuerdos de derecho de giro</b>				
Argentina	20 de septiembre de 2003	19 de septiembre de 2006	8.981,00	4.810,00
Bolivia	2 de abril de 2003	31 de marzo de 2006	171,50	60,00
Bulgaria	6 de agosto de 2004	5 de septiembre de 2006	100,00	100,00
Colombia	2 de mayo de 2005	2 de noviembre de 2006	405,00	405,00
Croacia	4 de agosto de 2004	3 de abril de 2006	97,00	97,00
Macedonia, ex Rep. Yug. de	31 de agosto de 2005	30 de agosto de 2008	51,68	51,58
Paraguay	15 de diciembre de 2003	30 de septiembre de 2005	50,00	50,00
Perú	9 de junio de 2004	16 de agosto de 2006	287,28	287,28
República Dominicana	31 de enero de 2005	31 de mayo de 2007	437,80	385,26
Rumania	7 de julio de 2004	6 de julio de 2006	250,00	250,00
Turquía	11 de mayo de 2005	10 de mayo de 2008	6.662,04	6.106,87
Uruguay	8 de junio de 2005	7 de junio de 2008	766,25	735,60
<b>Total</b>			<b>18.259,54</b>	<b>13.338,68</b>
<b>Acuerdos en el marco del SAF</b>				
Serbia y Montenegro	14 de mayo de 2002	31 de diciembre de 2005	650,00	62,50
Sri Lanka	18 de abril de 2003	17 de abril de 2006	144,40	123,73
<b>Total</b>			<b>794,40</b>	<b>186,23</b>
<b>SCLP</b>				
Albania	21 de junio de 2002	20 de noviembre de 2005	28,00	0,00
Armenia	25 de mayo de 2005	24 de mayo de 2008	23,00	19,72
Bangladesh	20 de junio de 2003	31 de diciembre de 2006	400,33	184,55
Benin	5 de agosto de 2005	4 de agosto de 2008	6,19	5,31
Burkina Faso	11 de junio de 2003	15 de agosto de 2006	24,08	10,32
Burundi	23 de enero de 2004	22 de enero de 2007	69,30	28,60
Chad	16 de febrero de 2005	15 de febrero de 2008	25,20	21,00
Congo, República del	6 de diciembre de 2004	5 de diciembre de 2007	54,99	39,27
Congo, República Democrática del	12 de junio de 2002	31 de marzo de 2006	580,00	53,23
Dominica	29 de diciembre de 2003	28 de diciembre de 2006	7,69	3,48
Georgia	4 de junio de 2004	3 de junio de 2007	98,00	56,00
Ghana	9 de mayo de 2003	31 de octubre de 2006	184,50	79,10
Guyana	20 de septiembre de 2002	12 de septiembre de 2006	54,55	27,79
Honduras	27 de febrero de 2004	26 de febrero de 2007	71,20	40,69
Kenya	21 de noviembre de 2003	20 de noviembre de 2006	225,00	150,00
Malawi	5 de agosto de 2005	4 de agosto de 2008	38,17	32,75
Mali	23 de junio de 2004	22 de junio de 2007	9,33	6,67
Mozambique	6 de julio de 2004	5 de julio de 2007	11,36	6,50
Nepal	19 de noviembre de 2003	18 de noviembre de 2006	49,91	35,65
Nicaragua	13 de diciembre de 2002	12 de diciembre de 2005	97,50	41,78
Níger	31 de enero de 2005	30 de enero de 2008	6,58	5,64
República Kirguisa	15 de marzo de 2005	14 de marzo de 2008	8,88	7,62
Rwanda	12 de agosto de 2002	11 de febrero de 2006	4,00	1,14
Santo Tomé y Príncipe	1 de agosto de 2005	31 de julio de 2008	2,96	2,54
Senegal	28 de abril de 2003	27 de abril de 2006	24,27	13,86
Sri Lanka	18 de abril de 2003	17 de abril de 2006	269,00	230,61
Tayikistán	11 de diciembre de 2002	10 de febrero de 2006	65,00	9,80
Tanzanía	16 de agosto de 2003	15 de agosto de 2006	19,60	5,60
Uganda	13 de septiembre de 2002	31 de diciembre de 2005	13,50	2,00
Zambia	16 de junio de 2004	15 de junio de 2007	220,10	49,52
<b>Total</b>			<b>2.692,18</b>	<b>1.170,74</b>

SAF = Servicio ampliado del FMI.

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

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

Datos: FMI, Departamento Financiero.

## Informe sobre la estabilidad financiera mundial

### Los mercados resisten, pero crece la vulnerabilidad a plazo medio

Según el último informe del FMI *Global Financial Stability Report (GFSR)*, el sistema financiero mundial sigue cobrando solidez y resistencia. Nuevamente, la tendencia se debió a la expansión económica mundial, así como a los firmes programas de reestructuración y al recorte de los gastos en las empresas, lo que ha generado mejoras adicionales en el balance en la mayoría de los países. Con base en las expectativas de una continuación del crecimiento mundial y de un bajo nivel de inflación, y con unos mercados financieros generalmente benignos, se prevé que la resistencia del sistema mundial mejorará aún más a corto plazo.

Los bajos rendimientos de los bonos y las curvas de rentabilidad horizontales siguen incitando a los inversionistas a asumir más riesgos, lo que estrecha aún más los spreads del crédito, incluso en los mercados emergentes. La mejora de los fundamentos macroeconómicos y la mayor rentabilidad en función del riesgo de muchos mercados emergentes han atraído a inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones. Las asignaciones estratégicas en estos activos han ayudado, a su vez, a estabilizar los mercados emergentes pese a correcciones ocasionales en los más maduros y a la incertidumbre política que genera la proximidad de elecciones en unos cuantos mercados.

No obstante, las fuerzas benignas que impulsan el crecimiento económico mundial y los mercados financieros también han contribuido al desequilibrio de los pagos y la deuda, sobre todo la deuda de los hogares. Por lo tanto, los factores que redujeron los riesgos a corto plazo han incrementado las vulnerabilidades potenciales a mediano plazo, entre ellas:

**La reducción del rendimiento de los bonos, los spreads del crédito y las primas de riesgo, generalmente han elevado la vulnerabilidad de los mercados financieros a las correcciones.** Estas podrían ocurrir al disminuir el apetito por riesgo de los inversionistas, por ejemplo, al deteriorarse los fundamentos económicos. Los balances de las empresas podrían desmejorar si se desacelera considerablemente el crecimiento económico. No obstante, es probable que la resistencia del sistema financiero mundial apenas se debilite de manera gradual.

**Con el ciclo del crédito cerca de su máximo, el aumento de los ingresos de las empresas de los últimos años podría perder impulso.** Si bien los indicadores actuales son excelentes, un mayor nivel de endeudamiento de las empresas ocasionado, por ejemplo, al aumentar las fusiones y adquisiciones o los pagos de dividendos, podría debilitar la calidad del crédito. De hecho, el reciente empinamiento de la curva de crédito de Estados Unidos (es decir, el aumento de los spreads para los créditos de las empresas a largo plazo frente a los de corto

plazo) obedeció a la preocupación del mercado por el deterioro a mediano plazo. Además, la curva de rendimiento horizontal ha reducido la posibilidad de efectuar operaciones de acarreo tradicionales basadas en las diferencias de rendimiento de los mercados, lo cual reduce las expectativas de ingreso de las instituciones financieras.

**El sector de los hogares en los mercados maduros, especialmente en Estados Unidos, ha acumulado niveles récord de deuda.** El aumento de los precios de los activos, principalmente de la vivienda, ha incrementado el patrimonio neto de los hogares pero ha dejado al sector cada vez más expuesto al desempeño de los mercados de activos. Un fuerte descenso de los precios de los activos socavaría la confianza de los consumidores y el consumo personal. Asimismo, el ciclo de crédito en el sector de los hogares parece estar llegando al máximo en muchos mercados maduros. En el Reino Unido, por ejemplo, las tasas de incumplimiento personal están aumentando y las autoridades de Estados Unidos deberán vigilar las populares pero arriesgadas hipotecas “interest-only” y “negative authorization” que permiten aplazar el servicio de la deuda para una fecha futura.

**Los crecientes desequilibrios mundiales plantean un grave problema a mediano plazo.** Estados Unidos ha logrado financiar fácilmente su déficit corriente este año, gracias a la apreciación del dólar y a la afluencia de capital privado, pero se advierte el peligro de que las autoridades no adopten los correctivos necesarios ya que la financiación de los desequilibrios mundiales por parte de los inversionistas reduce la urgencia de hacerlo. Esto crea la posibilidad de que en el futuro los inversionistas decidan reasignar los activos y de repente se deshagan de sus inversiones en dólares. Si bien el informe GFSR considera que la probabilidad de que esto ocurra por ahora es baja, de llegar a producirse, los costos y trastornos conexos serían cuantiosos en términos de un fuerte descenso de la moneda estadounidense y aumentos de las tasas de interés, quizá trastornando los mercados financieros y deprimiendo el crecimiento económico mundial.

**Es más probable una corrección en los mercados de derivados de crédito y de obligaciones de deuda titulizadas que un aumento abrupto y fuerte de los spreads del crédito.** Estos complejos instrumentos se utilizan en operaciones de valor relativo y muchos tienden a utilizarlos aplicando estrategias similares. Además, sus precios se fijan basándose en modelos no comprobados y supuestos básicos de correlación.

#### Amortiguadores para las tensiones

El informe aduce que, si bien no se debe menospreciar la seriedad de estos riesgos y vulnerabilidades, deben apreciarse

en su justo valor y junto con tendencias autoestabilizadoras. Aunque es posible que aumenten los spreads del crédito, y seguramente lo harán, es probable que lo hagan de manera gradual y moderada. En general, los balances de las empresas, en la actualidad líquidos y favorables, podrían hacer las veces de “fusible largo” que retrasaría un descenso general del crédito. Del mismo modo, en el sector de los hogares de los mercados maduros el aumento acumulado del patrimonio neto podría amortiguar el impacto inmediato de una caída.

Además de estos factores, que son más bien cíclicos, existen dos tendencias que ayudan a proteger contra el riesgo a mediano plazo de un cambio de sentido abrupto e indiscriminado de los flujos de capital. Primero, los activos administrados por inversionistas institucionales han aumentado considerablemente al ritmo de las variaciones demográficas y de las reformas jubilatorias en los últimos 15 años y, en vista del potencial de desarrollo en muchos mercados emergentes y maduros, se prevé que este sector seguirá aumentando. Como sus estrategias de inversión, generalmente, se guían más por los fundamentos económicos a largo plazo que por el ruido diario del mercado, es probable que sigan ejerciendo un efecto estabilizador sobre los mercados financieros. Segundo, en los últimos años ha disminuido el riesgo de contagio gracias a la mayor transparencia y divulgación de datos en los mercados financieros, entre ellos los prestatarios de los mercados emergentes, y por la mayor sofisticación de los inversionistas.

#### Líneas de defensa

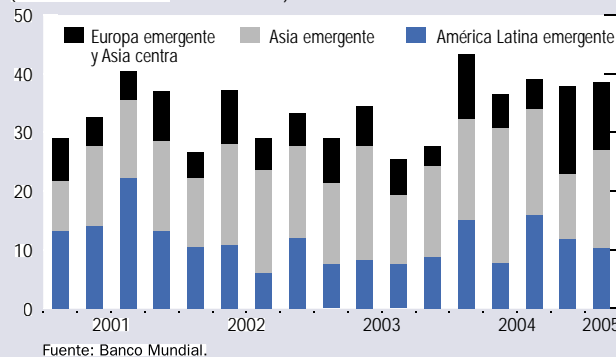
Los órganos de supervisión, también pueden reducir los riesgos a mediano plazo mediante su constante gestión y vigilancia de los participantes en el mercado. Las autoridades monetarias deben hallar el equilibrio justo, con un bajo nivel de inflación, entre las medidas que estimulan la toma de riesgos excesiva y la contracción exagerada de los mercados financieros y el freno del crecimiento económico. En este sentido, el informe elogia a la Reserva Federal de Estados Unidos por su gradual contracción de la política monetaria desde mediados de 2004 y la insta a continuar.

No obstante, para contrarrestar el riesgo del aumento de los desequilibrios mundiales se requerirá una respuesta cooperativa y mutuamente complementaria de las autoridades nacionales de las principales economías, si bien cada cual debe adoptar las políticas adecuadas para sus circunstancias particulares. Una de las medidas más críticas es elevar el ahorro público y privado en Estados Unidos; avanzar en la ejecución de reformas estructurales clave para elevar las tendencias de crecimiento a largo plazo en Europa y Japón; y reformar el sector financiero e imprimir más flexibilidad al régimen monetario de muchos países asiáticos, siguiendo la pauta de las recientes medidas, en la dirección correcta, de China y Malasia. Este tipo de medidas mutuamente complementarias

#### Mayor flujo de IED hacia los mercados emergentes

En el primer trimestre de 2005, los flujos de IED hacia los mercados emergentes siguieron creciendo tras un descenso en 2002-03.

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



en algo ayudarían a mantener los actuales niveles de confianza de los inversionistas, las empresas y los consumidores.

Para proteger a las instituciones de crédito contra el riesgo de cesación de pagos será importante que estas no flexibilicen sus normas de crédito. Otro factor importante, sobre todo en Estados Unidos, será que los supervisores financieros vigilen el nivel de endeudamiento de los hogares.

Ante el riesgo de una corrección más grave en los mercados de derivados de crédito y de obligaciones de deuda titulizadas, los supervisores financieros deben verificar que las instituciones que vigilan apliquen sólidas prácticas de gestión del riesgo de la contraparte: sobre todo protegerse contra los efectos de contagio del mercado. Por la complejidad de estos instrumentos y mercados, las autoridades financieras quizá deban actualizar sus conocimientos para mejorar su eficacia.

El informe advierte que los supervisores financieros también tendrán que comprender y prever los efectos sistémicos del cambio de tendencias en la asignación mundial de activos. Es probable que siga aumentando la importancia de los flujos de capital privado, y que los mercados emergentes sean cada vez más importantes en la competencia mundial por flujos de capital (gráfico). Además, las decisiones de asignación de activos de los inversionistas institucionales podrían producir apreciables efectos sobre los flujos de capital hacia ciertos activos y países, y sobre los precios de los activos. Por ello, el informe insta a las autoridades financieras nacionales a formular y revisar las normas regulatorias y contables con miras a preservar la diversidad en el comportamiento inversor de los participantes en los mercados financieros, así como la orientación a largo plazo de los principales inversionistas institucionales. ■

Jacqueline Irving  
FMI, Departamento de Relaciones Externas

## Se mantiene la participación del dólar en las reservas

El total de reservas internacionales, incluido el oro, aumentó el 15% en 2004, y alcanzó un nivel de DEG 2,7 billones (US\$4 billones), según el último *Informe Anual 2005* del FMI (que se puede consultar en Internet en [www.imf.org](http://www.imf.org)). Las reservas de divisas, que constituyen la mayor parte de las tenencias de reservas oficiales, se incrementaron el 18% y ascendieron a DEG 2,4 billones (US\$3,6 billones). Los activos relacionados con el FMI, que conforman el resto de las reservas, excluido el oro, disminuyeron el 12%, a DEG 76.000 millones (US\$113.000 millones), debido al reciente descenso de los créditos que adeudan los países miembros. El valor de mercado del oro en poder de las autoridades monetarias disminuyó el 1%, a DEG 254.000 millones (US\$377.000 millones) en 2004.

El informe señala que la composición monetaria de las reservas de divisas ha cambiado gradualmente en la última década (véase el cuadro): la proporción de las tenencias de dólares de EE.UU. pasó del 60% en 1995 al 71% en 1999, y se mantuvo estable, en términos generales, en 2000 y 2001. En 2002, la proporción de las tenencias en dólares de EE.UU. bajó acusadamente a 67% a raíz de la caída del valor del dólar y la menor proporción de activos en dólares de EE.UU. en las compras netas. En 2003 la

participación del dólar siguió bajando un poco y en 2004 se estabilizó. Si bien las reservas oficiales en dólares de EE.UU. repuntaron fuertemente en estos dos años, representando más del 80% del aumento en las tenencias de reservas oficiales, el incremento se contrarrestó por la depreciación del dólar con respecto a otras monedas principales.

El euro, que el 1 de enero de 1999 reemplazó a 11 monedas europeas, constituía del 24% al 25% del total de reservas de divisas en 2002-04, una cifra mayor que la de 1999-2001. En la última década, la proporción del yen japonés pasó del 7% al 4%; la de la libra esterlina subió ligeramente de cerca del 2% a casi el 3% y la del franco suizo permaneció inferior al 1%.

Los datos del *Informe Anual 2005* se elaboraron utilizando una metodología de compilación más avanzada y otras mejoras. Las proporciones de monedas agregadas se calculan sobre la base de los datos declarados por las autoridades nacionales, mientras que las reservas no asignadas figuran en partidas informativas (véanse más detalles en el *Informe Anual*).

En vista del mayor interés que existe con respecto a la composición monetaria de las reservas, el FMI planea divulgar los datos en forma trimestral a partir de diciembre de 2005. ■

### Composición monetaria de las reservas

	1995	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	(Porcentaje, fin del ejercicio) <sup>1</sup>						
Dólar de EE.UU.	59,9	71,0	70,5	70,7	66,5	65,8	65,9
Yen japonés	6,8	6,4	6,3	5,2	4,5	4,1	3,9
Libra esterlina	2,1	2,9	2,8	2,7	2,9	2,6	3,3
Franco suizo	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2
Euro <sup>2</sup>	—	17,9	18,8	19,8	24,2	25,3	24,9
Marco alemán	15,8	—	—	—	—	—	—
Franco francés	2,4	—	—	—	—	—	—
Florin neerlandés	0,3	—	—	—	—	—	—
Otras monedas	4,8	1,6	1,4	1,2	1,4	1,9	1,8
<b>Partidas informativas</b>							
Reservas no asignadas <sup>3</sup>							
Todos los países	25,6	22,9	23,6	26,0	28,3	29,8	32,6
Países industriales	1,0	1,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3
Países en desarrollo	47,6	37,8	39,4	42,1	45,0	47,2	50,2

Nota: En algunos casos los totales no coinciden con la suma de los componentes debido al redondeo de las cifras. Los grupos de países varían marginalmente todos los años, pero las variaciones fueron más marcadas de lo normal en 1996 (más países) y en 2000 (menos países). Los datos correspondientes a 2004 son preliminares.

<sup>1</sup>Las proporciones se calculan con respecto a las reservas de los países miembros que declaran la composición monetaria de sus reservas de divisas. Se incluyen estimaciones mínimas, sobre todo en el caso de los datos que se recibieron con retraso. Las reservas cuya composición monetaria no fue declarada figuran en la categoría de "Reservas no asignadas".

<sup>2</sup>Esta cifra no es comparable con la proporción conjunta en años anteriores de las monedas reemplazadas por el euro debido a que no incluye los euros recibidos por los países de la zona del euro cuando sus tenencias de esas monedas se convirtieron a euros el 1 de enero de 1999.

<sup>3</sup>Reservas de divisas cuya composición monetaria no se declara al FMI, en porcentaje del total de tenencias oficiales de reservas.

Fuente: FMI, *International Financial Statistics*.

Laura Wallace  
Directora

Sheila Meehan  
Redactora Principal  
Jacqueline Irving  
Jefa de producción

Christine Ebrahim-zadeh  
Conny Lotze  
Camilla Andersen  
Redactoras

Maureen Burke  
Lijun Li  
Kelley McCollum  
Ayudantes de redacción

Julio Prego  
Diseñador gráfico

Con la colaboración de  
Graham Hacche  
Prakash Loungani

#### Edición en español

División de Español  
Departamento de Tecnología  
y Servicios Generales  
Rodrigo Ferreros  
Traducción  
Martha A. Amas  
Corrección de pruebas  
Miriam Camino-Wolosky  
Composición gráfica

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

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