

ACTUALIDAD: Ingves y la prevención de crisis financieras

Stefan Ingves ha tenido claramente acceso a información privilegiada en la lucha y prevención de crisis financieras: en primer lugar, en Suecia durante la crisis bancaria en los países nórdicos a principios de los años noventa y luego como Director del Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros del FMI. Antes de asumir el cargo de Gobernador del Banco de Suecia en enero, en una entrevista Ingves señala que el FMI debe dar más prioridad a la labor relacionada con el sector financiero.



Michael Spillato/FMI

335

ANÁLISIS: Desarrollo de los mercados de bonos

En la última década, las autoridades nacionales en las economías emergentes y en las desarrolladas han prestado más atención al desarrollo de los mercados de bonos y reconocen cada vez más la importancia de establecer mercados empresariales de deuda activos y líquidos. A pesar de estos avances, en muchos países estos mercados siguen estando poco desarrollados. En un nuevo estudio del FMI se definen los requisitos fundamentales para el desarrollo de mercados de bonos empresariales y se comparan los mercados maduros con los emergentes.

342

PANORAMA NACIONAL: Japón de nuevo en marcha

Japón está a punto de entrar en la última etapa de su lucha contra la deflación. Pero no habrá tiempo para dormirse en los laureles. Con una población envejecida y una mano de obra menguante, Japón debe centrarse en reducir la deuda pública, impulsar la productividad, flexibilizar más sus mercados de trabajo y mejorar la competencia interna, a fin de garantizar un crecimiento duradero, como señala Daniel Citrin, Subdirector del Departamento de Asia y el Pacífico.



Yoshikazu Tsuno/AFP/Getty Images

344

DIÁLOGOS: La deuda y el comercio

¿Qué pueden hacer los legisladores para impulsar las iniciativas de alto nivel para condonar la deuda, fomentar la apertura comercial y garantizar una mayor eficacia de la ayuda? En la sexta conferencia anual de la Red Parlamentaria sobre el Banco Mundial, celebrada en Helsinki, los legisladores, las organizaciones de la sociedad civil y otros participantes analizaron los pros y los contras de estas iniciativas y consideraron la capacitación y los recursos necesarios para que los parlamentarios desempeñen mejor sus funciones.



Vesa Lindquist/Parlamento de Finlandia

348

EN ESTE NÚMERO

- 334 Calendario
- 334 Indicadores
- 335 Actualidad
Ingves y la labor del FMI en el sector financiero Siria, Zimbabwe, Mongolia y Rusia
- 340 Políticas
Normas y códigos
- 342 Análisis
Desarrollo de los mercados de bonos empresariales
- 344 Panorama nacional
Los retos fiscales de Japón
- 347 Préstamos del FMI
PPME
- 348 Diálogos
Red Parlamentaria sobre el Banco Mundial

Calendario

NOVIEMBRE

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

18 Congreso Europeo de Bancos, Francfort, Alemania

18 Reunión ministerial conjunta de APEC, Busan, Corea

18 Presentación de *Perspectivas económicas mundiales* del Banco Mundial, Berlín, Alemania

21-22 Seminario del FMI sobre integración regional, Argelia, Argelia

23-24 Iniciativa de Europa Central, 8º Foro Económico, Bratislava, República Eslovaca

24 Foro del FMI sobre la evolución económica regional para universitarios, organizaciones no gubernamentales y prensa, San José, Costa Rica

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

28-30 Seminario del FMI para parlamentarios de Argelia, Libia, Marruecos y Túnez, Rabat, Marruecos

28-Diciembre 9 Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, Montreal, Canadá

DICIEMBRE

4-9 Conferencia Internacional sobre VIH/SIDA y las infecciones

de transmisión sexual en África, Abuja, Nigeria

8 Organización de Comercio Exterior de Japón, Asahi Shimbun, y Banco Mundial, "Simposio Internacional sobre Integración Económica en Asia e India: ¿Cuál es la mejor forma de cooperación regional?", Tokio, Japón

10 Reunión de los ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales del Grupo de los Siete, Londres

12-14 UNCTAD, Reunión de Expertos en el fomento de la capacidad en materia de IED: Compilación de datos y formulación de políticas en los países en desarrollo, Ginebra, Suiza

13-18 Sexta Conferencia Ministerial de la Organización Mundial del Comercio, RAE de Hong Kong

ENERO

6-8 Reunión Anual de American Economic Association, Boston

25-29 Reunión Anual del Foro Económico Mundial, Davos, Suiza

Directorio Ejecutivo del FMI

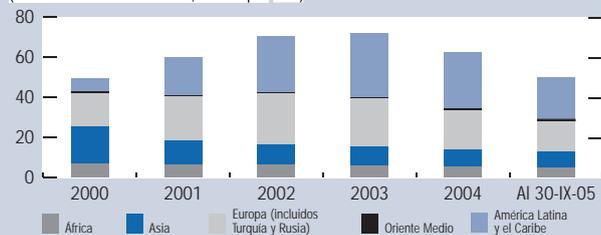
Véase una lista actualizada de las reuniones del Directorio Ejecutivo en www.imf.org/external/np/sec/bc/eng/index.asp.

Indicadores

Datos financieros del FMI

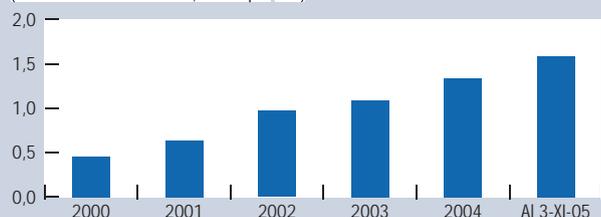
Crédito total del FMI y préstamos pendientes de reembolso, por región

(Miles de millones de DEG, fin del período)



Alivio de la deuda de los PPME¹

(Miles de millones de DEG, fin del período)



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

Nota sobre los derechos especiales de giro del FMI

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

Préstamos pendientes de mayor cuantía

(Miles de millones de DEG al 30-IX-05)

No concesionarios

Brasil	10,79
Turquía	10,65
Argentina	7,16
Indonesia	5,63
Uruguay	1,61

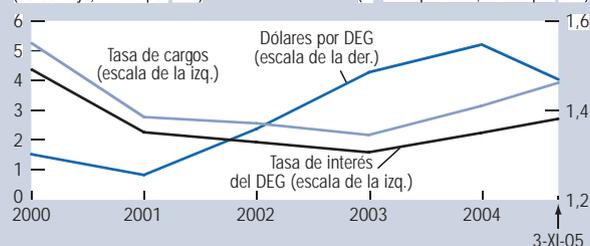
Concesionarios

Pakistán	1,01
Congo, Rep. Dem. del	0,55
Zambia	0,49
Ghana	0,30
Tanzania	0,25

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)



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.

Entrevista con Stefan Ingves

El FMI debe dar más prioridad a la labor en el sector financiero

Cuando Stefan Ingves asuma el cargo de Gobernador del Banco Central de Suecia —el más antiguo del mundo— en enero de 2006 se llevará consigo una vasta experiencia, en particular en la esfera de las crisis financieras. Ingves ingresó al FMI en 1999, inmediatamente después de la crisis financiera en Asia oriental, para desempeñar la función de Director del Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros. Anteriormente, ocupó varios cargos en el gobierno de Suecia, como los de Primer Subdirector del Banco de Suecia y Subsecretario del Ministerio de Hacienda de este país. Bajo su dirección, ha comenzado a dar resultados el Programa de evaluación del sector financiero (PESF) del FMI, un instrumento esencial que actualmente utiliza la comunidad internacional para determinar las vulnerabilidades de los sistemas financieros. Ingves conversó con Laura Wallace, del Boletín del FMI poco antes de dejar su cargo en el FMI a mediados de octubre.

BOLETÍN DEL FMI: Usted ha tenido claramente acceso a información privilegiada en la gestión de crisis financieras: en primer lugar, como funcionario del gobierno de Suecia durante la crisis bancaria en los países nórdicos a principios de los años noventa y luego en el FMI en la lucha internacional contra las crisis bancarias. ¿En qué posición está el FMI en la curva de aprendizaje en cuanto a la resolución de crisis financieras?

INGVES: La capacidad del FMI para hacer frente a las crisis es mucho mejor ahora que cuando ingresé a la institución. Con todo un grupo de expertos que saben cómo hacer frente a las crisis, estamos realmente en condiciones de producir un bien público, que consiste en conocimientos y experiencia internacionales, algo de lo que a menudo carecen los países. El FMI es una especie de Cruz Roja del sector financiero. Establecemos sectores financieros y los reconstruimos cuando se desmoronan. También hemos perfeccionado nuestros conocimientos sobre los tipos de crisis financieras. Por ejemplo, puede haber grandes diferencias entre una crisis financiera en una economía dolarizada y en una economía donde los ciudadanos utilizan su propia moneda, así como entre una crisis en un país donde ha quebrado el gobierno y en donde las carteras de préstamos de los bancos son un problema.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Y qué opina de la capacidad del FMI para evitar las crisis?

INGVES: Actualmente se hace más hincapié en las vulnerabilidades, incluidas las del sector financiero, y tenemos más conocimientos sobre los datos a los que debemos prestar atención. Pero esto no significa que sea fácil predecir cuándo ocurrirá una crisis financiera. Aún me sorprende que, en algunos casos, los datos de un país pueden parecer negativos y esperamos que



Michael Spitzer/FMI

Ingves: El FMI es una especie de Cruz Roja del sector financiero. Establecemos sectores financieros y los reconstruimos cuando se desmoronan.

ocurra algo grave y, sin embargo, el país se mantiene firme durante años y años. En otro país, donde los datos son razonablemente buenos, puede ocurrir rápidamente una crisis. Por lo tanto, el mejor enfoque para el FMI es realizar un seguimiento de los casos en que los datos son negativos y estar mentalmente preparado para lo que sea necesario si las cosas comienzan a deteriorarse. Por supuesto, es útil que los países estén más dispuestos a tomar medidas cuando aún es posible corregir los problemas y evitar que surjan otros graves en el futuro.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Vivimos en un mundo con más riesgos dados los cuantiosos flujos de capital, los flujos instantáneos de información y los complejos instrumentos de cobertura de riesgos?

INGVES: La verdad es que las crisis financieras van y vienen, y es así desde hace mucho tiempo. ¿Vivimos en un mundo con más riesgos? No necesariamente, pero los tipos de riesgos sí han cambiado y seguirán cambiando, sobre todo porque los instrumentos financieros derivados y los nuevos instrumentos modifican la distribución del riesgo en el sistema. Pero si entendemos cómo funcionan estos instrumentos, también podremos determinar mejor los riesgos porque los instrumentos mismos no crean los riesgos.

BOLETÍN DEL FMI: Desde mediados de 1999, el FMI y el Banco Mundial se han centrado más en la supervisión de los sectores financieros mediante los PESF. En este momento, casi dos tercios partes de los países miembros han concluido o solicitado estas evaluaciones. ¿Cómo ha cambiado el PESF con el tiempo? ¿Cree usted que el programa ha sido un éxito?

INGVES: Comenzamos el proyecto piloto con un página en blanco y solo quisimos demostrar que era viable; tenemos que agradecer a los canadienses que quisieran ser nuestro conejillo de indias. Con los años, este proyecto ha ido mucho más allá de lo que nunca imaginamos, y me siento muy orgulloso de que ahora incluya alrededor de 120 evaluaciones. Las actuales evaluaciones del PESF son un proceso mucho más racionalizado, ya que hemos mejorado la forma de adaptar el contenido a las necesidades y a la etapa de desarrollo de cada país. En cuanto a los distintos aspectos, al principio se inició un intenso debate sobre las pruebas de tensión en los sistemas financieros. Actualmente, es un instrumento generalmente aceptado. Del mismo modo, ya no se debate si deben publicarse o no los resultados del PESF. En general, se acepta que deben publicarse y es bastante considerable el número de países que lo hacen.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cuáles son las enseñanzas más importantes que han extraído el FMI y los países participantes en el PESF?

INGVES: Hemos aprendido que es difícil para los países realizar su propia evaluación del PESF. Y no es por falta de capacidad para hacerlo —muchos la tienen— sino que no cuentan con un mecanismo para coordinar el trabajo. Si los ministerios de hacienda y justicia y el banco central están relativamente al mismo nivel, ¿quién reúne toda la información y la interpreta? El FMI puede proporcionar este servicio. También hemos aprendido que las cosas siempre pueden mejorarse, incluso en los países que van bien y se organizan bien. Creo que en cada evaluación del PESF hemos descubierto algo nuevo, que incluso a menudo ha sorprendido a las autoridades de los países.

BOLETÍN DEL FMI: De cara al futuro, ¿con qué frecuencia deberían los países realizar las evaluaciones del PESF?

INGVES: Dado que ya las hemos realizado en tantos países, y que en muchos casos solo estamos tratando de actualizarlas, el proceso debe modificarse. Afortunadamente, será más fácil realizar las actualizaciones que comenzar de cero, sobre todo en el caso de las evaluaciones de las normas. El Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros también participará en las evaluaciones ordinarias de los países que lleva a cabo el FMI en el marco del Artículo IV: unas 40 en el actual ejercicio. Esto es un hecho alentador, ya que la labor del FMI en el sector financiero en general debe reforzarse y ampliarse. Comenzamos con una página en blanco en 1999, pero ahora debemos integrar verdaderamente el PESF con la labor de otros departamentos, convirtiéndolo en un instrumento estándar que el FMI utilice para ejercer la función de supervisión.

El FMI se ha demorado mucho en desarrollar la capacidad para desempeñar la función de supervisión del sector financiero. Creo que comenzó tarde. De cara al futuro, el FMI debe encontrar el equilibrio adecuado entre la labor macroeconómica y las actividades más técnicas.

—Stefan Ingves

BOLETÍN DEL FMI: ¿Se siente satisfecho con la forma en que se lleva a cabo la supervisión del sector financiero en el marco de la función de supervisión mundial y de los países que desempeña el FMI?

INGVES: El FMI se ha demorado mucho en desarrollar la capacidad para desempeñar la función de supervisión del sector financiero. Creo que comenzó tarde. De cara al futuro, el FMI debe encontrar el equilibrio adecuado entre la labor macroeconómica y las actividades más técnicas. También debe dedicar más tiempo a determinar cuál es la mejor forma de realizar la labor relacionada con el sector financiero. No hay un modelo fijo. El FMI tendrá que crearlo y dejar que evolucione con el tiempo.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Y Estados Unidos? Es un gran partidario del PESF, pero es el único país del Grupo de los Siete (G-7) que no ha participado en el programa. ¿Es demasiado oneroso, como sostiene Estados Unidos? ¿Qué enseñanzas podrían extraer las autoridades estadounidenses del programa?

INGVES: Estamos preparados para que Estados Unidos participe en el programa, y creo que lo hará en algún momento. Los demás países del G-7 ya lo han hecho, y sabemos cómo lograr que el proceso funcione en países bastante grandes y complejos. ¿Qué podría aprender Estados Unidos? Un PESF ofrecería a las autoridades una segunda opinión proveniente de un grupo de expertos externos e independientes con respecto

a su sector financiero. Estas opiniones podrían incorporarse luego en el debate interno, tanto a nivel técnico —en algunos casos con nuevas reglas y reglamentos— como a nivel político, que se centraría más en el desempeño general del sector financiero, sobre todo en el contexto de la globalización.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Puede citar un ejemplo de algún principal país industrial donde esto ocurra?

INGVES: En el caso de Japón, insistimos mucho en que debía tomar alguna medida con respecto a los servicios postales japoneses, lo que se convirtió en uno de los principales temas electorales, y ahora se está avanzando en la privatización de este enorme sistema de ahorros postales. En el caso de Alemania, se ha iniciado un animado debate interno sobre nuestras opiniones con respecto a la estructura de todo el sistema financiero alemán, incluidas las cajas de ahorros. En el caso del Reino Unido, señalamos que podrían mejorarse algunos aspectos del sector de seguros.

BOLETÍN DEL FMI: Con respecto a la ejecución de la política monetaria, un número cada vez mayor de países ha adoptado un régimen de metas de inflación. ¿Es solo una moda pasajera o un régimen de política monetaria adecuado y viable que más países deberían considerar seriamente?

INGVES: Los países varían según su dimensión económica, el grado de integración económica con sus vecinos y con el mundo, y el régimen cambiario. Cada país debe escoger el régimen de política monetaria más adecuado para él y no hay ningún libro de texto donde se encuentre la respuesta. No obstante, en un mundo en que los flujos de capitales entre países son cada vez mayores, probablemente sea más difícil defender un tipo de cambio fijo. Es decir que para algunos el régimen de metas de inflación es una opción muy válida. Lo ha sido sin duda en el caso de Suecia.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cuál debería ser la recomendación del FMI en cuanto a la independencia del banco central?

INGVES: La independencia es algo positivo, pero debe ir acompañada de la transparencia. Si uno tiene la autoridad para tomar decisiones de forma independiente, tendrá que explicar lo que hace y por qué. Además, un banco central forma parte de una sociedad, es decir, que debe entender cómo funciona y la función que debería desempeñar en esa sociedad. En este sentido, la independencia nunca es absoluta. Se otorga independencia a condición de que se proporcione lo que se espera, es decir, estabilidad monetaria.

BOLETÍN DEL FMI: Ha hablado mucho sobre la importancia de acrecentar la transparencia en la comunidad financiera, incluidos los bancos centrales. ¿Sigue siendo un tema de debate? ¿Ha contribuido esta tendencia hacia una mayor transparencia a proteger a los bancos centrales frente a las influencias políticas?

INGVES: Cuando ingresé al FMI, el Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros se encontraba en la etapa de elaboración final y de negociación de lo que se denominó el código de transparencia del banco central. Fue un proceso muy polémico y en ese momento no se daba por hecho que la transparencia fuera algo conveniente. Actualmente, el FMI ha utilizado este código para realizar un gran número de evaluaciones de países y de bancos centrales y creo que la necesidad de la transparencia muy pocas veces es un tema polémico.

BOLETÍN DEL FMI: Muchos países industriales están considerando cuál es la mejor forma de adoptar un nuevo marco de suficiencia de capital, denominado Basilea II. ¿Deberían adoptarlo también los países emergentes? ¿Quién evaluará si los países están implementando eficazmente estas normas?

INGVES: Hay muchas versiones de Basilea II, incluido el enfoque simplificado. Lo esencial es escoger la versión correcta, de forma



Ingves: En un mundo en que los flujos de capitales entre países son cada vez mayores, probablemente sea más difícil defender un tipo de cambio fijo. Es decir que para algunos el régimen de metas de inflación es una opción muy válida.

que Basilea II se adapte a las necesidades y a la capacidad del país. En el caso de algunos países de mercados emergentes, esto significará optar por el enfoque simplificado, hasta que sus mercados y datos estén más desarrollados. En cuanto a la evaluación, no me sorprendería que el FMI acabara desempeñando esta función. Sin embargo, creo que convendría que hubiera otros grupos que participaran en las evaluaciones. Un modelo podría ser las evaluaciones compartidas como las que se llevan a cabo en colaboración con el Grupo de Acción Financiera en el ámbito de la lucha contra el lavado de dinero.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cuál es su opinión con respecto a la futura participación del FMI en el sector financiero?

INGVES: Siempre ha existido un debate interno con respecto al grado de participación del FMI en este sector. Al final, siempre hacemos más porque existe una demanda natural para este tipo de labor en los países, y probablemente continuará. De hecho, es necesario entender cabalmente el funcionamiento del sector financiero para ejecutar los diversos tipos de políticas macroeconómicas, sobre todo la política monetaria y la gestión de crisis.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cuáles son sus objetivos como Gobernador del Banco Central de Suecia?

INGVES: En primer lugar, Suecia es un país con una meta de inflación y es importante cumplirla. También es importante divulgar la información de forma que exista un respaldo sólido a favor de dicha meta y que sea comúnmente aceptada y comprendida. En segundo lugar, es necesario seguir desarrollando la labor relacionada con la estabilidad financiera y estar al día en cuanto a la innovación financiera. En tercer lugar, el Banco Central de Suecia debe mantener su pericia a fin de seguir gozando de respeto, tanto a nivel nacional como internacional. Por último, es importante garantizar que el Banco Central de Suecia continúe siendo una institución pequeña y eficiente.

En primer lugar, Suecia es un país con una meta de inflación y es importante cumplirla. También es importante divulgar la información de forma que exista un respaldo sólido a favor de dicha meta y que sea comúnmente aceptada y comprendida. En segundo lugar, es necesario seguir desarrollando la labor relacionada con la estabilidad financiera y estar al día en cuanto a la innovación financiera. En tercer lugar, el Banco Central de Suecia debe mantener su pericia a fin de seguir gozando de respeto, tanto a nivel nacional como internacional. Por último, es importante garantizar que el Banco Central de Suecia continúe siendo una institución pequeña y eficiente.

BOLETÍN DEL FMI: Tengo entendido que siempre ha querido ser un corredor de fondo. ¿En qué etapa de la carrera se encuentra en este momento?

INGVES: Después de siete años, conozco de memoria todos los senderos de McLean, Virginia. Esta mañana en el gimnasio he corrido cuatro millas de siete minutos y probablemente podría correr cinco millas seguidas. Por ahora me parece suficiente. ■

Siria: Reformas más profundas para contrarrestar el agotamiento de las reservas de petróleo

La economía de Siria experimentó una leve recuperación en 2004 tras la desaceleración ocurrida en 2003 debido al descenso de la producción de petróleo y al impacto del conflicto en Iraq sobre las exportaciones y la inversión, como se señala en la última evaluación económica anual del FMI. La recuperación, impulsada por un sólido repunte de las exportaciones y un aumento de la inversión privada, gracias a las reformas en curso, ha continuado en 2005.

La inflación se mantiene en niveles moderados por el momento, pese a las políticas fiscales expansionarias y a la distensión de las condiciones crediticias. Se prevé que las políticas fiscales sean algo más restrictivas en 2005, debido a la introducción del impuesto al consumo, el ajuste de los precios del petróleo y la reducción de la

inversión pública ineficiente. Estas medidas, junto con la expansión moderada del crédito, contribuirán a contener la inflación.

Alentado por el vigoroso crecimiento de la economía siria, excluido el sector petrolero, y el entorno macroeconómico estable, el Directorio Ejecutivo del FMI felicitó a las autoridades por los avances en el programa de reformas estructurales, como la liberalización de los regímenes cambiario y comercial, la simplificación del sistema tributario y la ampliación de la base tributaria, así como el fortalecimiento de los procedimientos presupuestarios para mejorar la eficiencia del gasto público.

No obstante, dado que las reservas de petróleo podrían agotarse a finales de la década de 2020, las perspectivas a mediano plazo de Siria son preocupantes. El Directorio mostró su inquietud por que el ritmo y el alcance de las reformas no sean suficientes para hacer frente a los enormes desafíos que podría plantear el posible agotamiento de las reservas de petróleo y las fuertes presiones demográficas sobre el mercado de trabajo. Siria corre el riesgo de verse atrapada en un ciclo de volatilidad financiera, deterioro fiscal, crecimiento lento y creciente desempleo. Para evitarlo, el Directorio instó a las autoridades a acelerar las reformas estructurales y planear una estrategia de consolidación fiscal sólida y creíble en un marco fiscal a mediano plazo. ■

Siria	2001	2002	Prel. 2003	Prel. 2004	Proy. 2005
	(Variación porcentual)				
PIB real	3,6	4,1	1,3	3,1	3,8
Promedio anual del IPC	5,6	-2,3	5,9	4,6	10,0
	(Porcentaje del PIB)				
Saldo global	2,4	-1,6	-2,7	-5,3	-4,8
Saldo presupuestario, excluido el petróleo	-16,1	-15,4	-17,9	-18,0	-16,9

Datos: Autoridades de Siria, y estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

Zimbabwe: Una política económica más acertada para mejorar las perspectivas

Después de producirse ciertas mejoras en 2004, la situación económica y social de Zimbabwe se deterioró aún más en 2005, como se señala en la evaluación económica anual del FMI. Se prevé que los fuertes e ininterrumpidos descensos de la producción agrícola, así como la aceleración de la inflación, que según las proyecciones será superior al 400% anual para finales de año, y la escasez de divisas causarán una contracción del PIB real de más del 7% este año. El tipo de cambio oficial sobrevalorado y las restricciones a las importaciones han producido una escasez generalizada de productos básicos en la economía.

El Directorio Ejecutivo del FMI expresó su profunda preocupación por el deterioro acusado e ininterrumpido de la situación económica y social, las perspectivas de que la inflación siga situándose en un nivel de tres dígitos y la intensificación de la pobreza. Instó a las autoridades a implementar cuanto antes un programa global de políticas macroeconómicas y reformas estructurales. Según el Directorio, será necesario un esfuerzo decisivo de ajuste fiscal a mediano plazo, mediante, entre otras medidas, recortes del gasto en remuneraciones del sector público, aunque deberán establecerse redes adecuadas de protección social y de seguridad alimentaria para los grupos vulnerables, sobre todo los afectados por el VIH/SIDA y por la operación emprendida recientemente por el gobierno para eliminar las viviendas no autorizadas (*Operation Restore Order*). El Directorio subrayó la necesidad de liberalizar plenamente el régimen cambiario para las transacciones de la cuenta corriente y dejar que el mercado determine el tipo de cambio, al tiempo que se establece un

Zimbabwe	2002	2003	Prel. 2004	Proy. 2005
	(Variación porcentual)			
PIB real	-4,4	-10,7	-4,2	-7,2
IPC (final del año, variación en un período de 12 meses)	198,9	598,7	132,7	404,6
Volumen de exportación	-17,6	-19,3	-9,0	-7,3
Volumen de importación	-0,5	-19,9	-5,8	-11,9
	(Porcentaje del PIB)			
Saldo fiscal global ¹	-2,8	-0,4	-7,1	-14,2

¹Excluidas las donaciones; incluidos los atrasos en el pago de intereses.

Datos: Autoridades de Zimbabwe, y estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

ancla monetaria firme y creíble. Aunque se mostró complacido por el endurecimiento de la política monetaria, el Directorio señaló que deberá intensificarse y mantenerse la austeridad monetaria. También elogió al Banco de Reserva de Zimbabwe por sus esfuerzos en el fortalecimiento de la supervisión bancaria y recalcó la necesidad de garantizar la independencia de los supervisores.

El Directorio hizo hincapié en que las reformas estructurales básicas serán esenciales para mantener la estabilidad macroeconómica y lograr un crecimiento duradero.

El Directorio se mostró complacido por el reembolso efectuado recientemente al FMI que ha reducido de forma considerable los atrasos, pero solicitó una aclaración con respecto al origen de los fondos utilizados para realizar este reembolso. Acordó examinar nuevamente las obligaciones financieras en mora de Zimbabwe dentro de seis meses. ■

Mongolia debe mejorar el entorno para el sector privado

Mongolia experimentó un crecimiento económico más vigoroso de lo previsto y de amplia base en 2004 y principios de 2005 como resultado del clima favorable y los altos precios mundiales de los minerales, según se señala en la evaluación económica anual del FMI. El sólido desempeño del sector de la agricultura (sobre todo, la ganadería) y de la industria aurífera y del cobre contribuyó al pujante crecimiento. El incremento del turismo y las transferencias privadas también ayudó a contrarrestar el impacto negativo del encarecimiento de las importaciones de petróleo.

No obstante, las presiones inflacionarias se intensificaron acusadamente a lo largo del año hasta mediados de 2005, sobre todo debido al alza de los precios del combustible y de la carne. Los precios al consumidor aumentaron un 10,6% en 2004, más del doble del aumento registrado en 2003. El Directorio Ejecutivo del FMI enco-

Mongolia	2002	2003	Prel. 2004	Proy. 2005
PIB real	4,0	(Variación porcentual) 5,6		10,6
IPC (final del año, variación en un periodo de 12 meses)	1,7	4,7	10,6	10,0
Saldo fiscal global	-5,9	(Porcentaje del PIB) -4,2		-2,2
Exportaciones	524	627	872	914
Oro y cobre	258	319	524	580

Datos: Autoridades de Mongolia, y estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

mó a las autoridades nacionales por las elevadas cifras de crecimiento registradas en los últimos meses y el mantenimiento de una estabilidad económica amplia, pero recomendó endurecer aún más la política monetaria frente a la amenaza que podría plantear un aumento de la inflación para los logros duramente alcanzados en materia de estabilización macroeconómica en los últimos años.

En la evaluación se señala que los resultados de la política fiscal fueron buenos en 2004 y las perspectivas para 2005 son excelentes. El Directorio expresó su satisfacción por el objetivo de las autoridades nacionales de mantener el déficit presupuestario global en 2005 muy por debajo de la meta original, teniendo en cuenta las presiones inflacionarias y el deterioro proyectado de la cuenta corriente.

Las perspectivas económicas a mediano plazo se consideran favorables en general, siempre que las autoridades consigan reducir la inflación anual a niveles de un solo dígito y mantener políticas fiscales de apoyo. Si bien la posibilidad de que aumente considerablemente la extracción de minerales refuerza las perspectivas a mediano plazo, el Directorio advirtió que Mongolia sigue siendo vulnerable a una disminución pronunciada de los precios del cobre y a las condiciones climáticas adversas que afectarían la productividad del sector agrícola. También alentó a las autoridades nacionales a implementar reformas estructurales, dando prioridad a mejorar el entorno para fomentar la actividad del sector privado y a redoblar los esfuerzos para reducir la pobreza y la deuda. ■

El vigoroso crecimiento de Rusia es terreno fértil para propulsar las reformas

Rusia experimenta el séptimo año de vigoroso crecimiento económico, y el aumento de la producción y la inversión en el sector petrolero han sido factores importantes de la recuperación de amplia base desde la crisis de 1998, como se señala en la evaluación económica anual del FMI. Pero el crecimiento económico se ha moderado desde mediados de 2004 debido a la desaceleración de la producción y la inversión petroleras. El consumo ha mantenido su dinamismo y ha sido la principal fuente de crecimiento de la demanda interna, impulsado por el crecimiento rápido e ininterrumpido de los salarios reales. Se prevé que la economía seguirá creciendo a un ritmo vigoroso, aunque más lento que el registrado en el primer semestre de 2004. El Directorio Ejecutivo del FMI consideró que las sólidas variables fundamentales de la economía presentan una oportunidad para avanzar en el programa de reformas estructurales.

La política fiscal ha contrarrestado gran parte del estímulo derivado de una relación de intercambio más favorable como resultado del alza del precio del petróleo, y el superávit del gobierno general ha aumentado cada año desde 2001. En los últimos meses, se ha adoptado una orientación fiscal subyacente más expansiva, y el Directorio advirtió que esta medida podría agravar las presiones inflacionarias y acelerar el ritmo de la apreciación real del rublo. Al mismo tiempo, cuando se moderen las presiones cíclicas expansionarias, habrá amplio margen para gastar un monto mayor de las ganancias extraordinarias derivadas del petróleo. Por lo tanto, el Directorio desaconsejó

Rusia	2002	2003	Prel. 2004	Proy. 2005
PIB real	4,7	(Variación porcentual) 7,3		7,2
Promedio anual del IPC	15,8	13,7	10,9	12,9
Saldo del gobierno general	0,6	(Porcentaje del PIB) 1,1		5,0
Precio del petróleo de Rusia	23,5	(Dólares el barril) 27,3		34,3

Datos: Autoridades de Rusia, y estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

adoptar una política fiscal más expansiva a corto plazo y alentó a las autoridades a establecer un plan integrado de reformas fiscales y estructurales a mediano plazo para utilizar los recursos petroleros de Rusia.

El Directorio instó a las autoridades a dar prioridad a las reformas, sobre todo a las de la administración pública, lo que mejoraría el clima de inversión y fomentaría la diversificación económica.

La política monetaria sigue siendo relativamente expansiva. Si bien ha disminuido ligeramente desde mediados de 2004, la base monetaria ha mantenido un nivel alto, al igual que el de los agregados monetarios más amplios. ■

Véanse más detalles en las notas de información al público (en inglés) No. 05/140 (Mongolia), No. 05/130 (Rusia), No. 05/138 (Siria) y No. 05/139 (Zimbabwe) que pueden consultarse en www.imf.org.

Nueva mirada a la iniciativa sobre normas y códigos

La iniciativa sobre normas y códigos fue establecida conjuntamente por el FMI y el Banco Mundial tras las crisis de los mercados emergentes de mediados y finales de los años noventa con miras a reforzar la arquitectura financiera internacional y fomentar la estabilidad financiera. En un documento publicado recientemente, el Departamento de Elaboración y Examen de Políticas del FMI examina los resultados alcanzados en los últimos seis años y analiza el futuro de esta iniciativa.

Los tres objetivos principales de la iniciativa sobre normas y códigos (véase el recuadro) son: contribuir al fortalecimiento de las instituciones económicas de los países; ayudar al personal técnico del FMI y el Banco Mundial a atender mejor las necesidades y riesgos de los países, y suministrar información a los mercados financieros, lo cual redundaría en un mejor funcionamiento de la disciplina del mercado. ¿En qué medida ha sido eficaz para el logro de estos objetivos? Según el informe, los dos primeros objetivos se están cumpliendo, al menos parcialmente, pero los mercados aún no están utilizando los informes sobre la observancia de las normas y códigos (IOCN) en el grado previsto.

Una empresa meritoria

¿Han contribuido los IOCN al fortalecimiento de las instituciones económicas de los países? La mayoría de los 122 países que hasta el momento han participado en la iniciativa consideran que ha sido muy útil para determinar las prioridades en la mejora de sus marcos de política económica. Los mercados emergentes, en particular, la ven con muy buenos ojos y muchos creen que también les ha ayudado a mejorar el diálogo sobre políticas con el FMI y el Banco Mundial.

No obstante, al preguntárseles si la evaluación había ayudado a instigar reformas concretas, la respuesta fue: “en cierta medida”. Si bien esta decepcionante conclusión podría obedecer al tiempo considerable que lleva la puesta en práctica de reformas institucionales, también podría ser un indicio de que los países necesitan más asistencia para implementar las recomendaciones de los IOCN. El FMI y el Banco Mundial están explorando opciones para mejorar el suministro de asistencia técnica.

¿Cuál es la utilidad para el Fondo?

En cuanto al segundo objetivo, ayudar al personal técnico del FMI y el Banco Mundial a atender mejor las necesidades y riesgos de los países, la iniciativa también parece haber tenido un éxito parcial. En promedio, los jefes de misión del FMI consideraron que la iniciativa es útil “en cierta medida” para reforzar la supervisión (el seguimiento que hace el FMI de la evolución y la política económica de los países miembros y de la economía mundial, y el correspondiente asesoramiento que presta). Algunos jefes de misión, entre ellos casi el 40% de los que se ocupan de economías de mercados emergentes, tuvieron opiniones mucho más favorables sobre la iniciativa e indicaron que esta había proporcionado “mucho” o “una gran parte” de la información utilizada para la supervisión. Un problema para los equipos que se ocupan de un país, así como para los participantes en el mercado, es que, si bien los IOCN contienen recomendaciones para la mejora en diversos ámbitos, al lego le puede resultar difícil estimar la importancia de cada deficiencia y sus efectos sobre los resultados macroeconómicos.

Los mercados quieren más claridad

Las conclusiones más decepcionantes fueron las correspondientes al tercer objetivo: suministrar información a los mercados financieros.

Los participantes en el mercado generalmente hacen poco uso directo de los IOCN. Esto quizás no se deba tanto a una falta de interés en los temas que abarca el IOCN, sino a lo que los analistas del mercado consideran defectos del producto, siendo los más importantes la baja frecuencia de actualización de los IOCN y la falta de una calificación con respecto al cumplimiento de las diversas normas, lo que dificulta la comparación de los resultados de los países y la evaluación de sus avances.

Un aspecto favorable es que las entidades calificadoras admiten que comúnmente utilizan los IOCN, lo que a su vez influye en el comportamiento de otros participantes en el mercado. Una mayoría de los encuestados también dijo que en su trabajo utiliza alternativas privadas frente a los IOCN, las que, a su vez, se basan en parte en las conclusiones de aquellos. En general, los participantes en el mercado indicaron que se requerirán cambios considerables para que se extienda aún más el uso de los IOCN. Entre ellos, cabe



Massoud Elmadadi/FMI

Panorama sobre normas y códigos

La iniciativa sobre normas y códigos comprende normas en 12 áreas distintas, que se refieren a tres temas amplios:

- **Transparencia de las políticas** (transparencia de los datos y de las políticas fiscal, monetaria y financiera).
- **Reglamentación y supervisión del sector financiero** (supervisión bancaria, supervisión de los seguros, reglamentación de los valores, sistemas de pago y liquidación, y lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo).
- **Integridad del mercado** (gobierno, contabilidad, auditoría e insolvencia de las sociedades y derechos de los acreedores).

El FMI y el Banco Mundial, principalmente, comparan las prácticas de los países frente a las normas internacionalmente aceptadas en estas áreas. Los resultados se recogen en informes sobre la observancia de las normas y códigos (IOCN). Con respecto a las normas del sector financiero, las evaluaciones suelen realizarse en el marco del programa conjunto FMI–Banco Mundial de evaluación del sector financiero. La participación en las evaluaciones es voluntaria, al igual que la publicación de los IOCN.

Hasta el momento se han elaborado más de 700 IOCN, principalmente en las áreas de transparencia de la política y supervisión bancaria, seguidas por otros tipos de evaluaciones del sector financiero. Puesto que ya han participado muchos países, está disminuyendo el número de IOCN de este tipo. En cambio,

el ritmo de elaboración de IOCN sobre estadísticas se ha mantenido estable, y han aumentado las evaluaciones de la integridad del mercado, así como las de las normas relativamente nuevas de lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo.

La participación en la iniciativa ha sido muy elevada en el caso de los países de mercados emergentes y de las economías avanzadas, y menor en el de los países en desarrollo. En casi el 90% de las economías avanzadas y los países de mercados emergentes se ha elaborado por lo menos un IOCN, frente al 50% en el caso de los países en desarrollo. Estos últimos representan actualmente la mayoría de los países que participan por primera vez, aunque no todas las normas podrían resultar pertinentes para su nivel de desarrollo.

La participación también ha sido desigual de una región a otra. Las tasas de participación fueron mayores en Europa, incluida Europa oriental, y menores en Asia oriental y África subsahariana. En el caso de los países de mercados emergentes, la participación ha sido sustancialmente menor en Asia. En algunos casos, las bajas tasas de participación podrían obedecer a la preferencia de los países por emprender reformas antes de participar. La mayoría de las principales economías del mundo han concluido varias evaluaciones, aunque hay excepciones notables, como Estados Unidos y China.

señalar medidas cuantitativas del cumplimiento, actualizaciones anuales y la incorporación sistemática de las conclusiones y las recomendaciones de los IOCN en los informes del FMI sobre los países.

El futuro

¿Cuál es la situación de la iniciativa? En su examen, el Directorio Ejecutivo del FMI dijo que la iniciativa ya ha producido resultados importantes y que se prevén beneficios adicionales, sobre todo en lo que respecta a ayudar a los países a poner en marcha reformas institucionales, pero queda pendiente el objetivo de suministrar más información a los mercados.

Para que esta iniciativa sea más eficaz, el Directorio recomendó varios cambios, entre ellos:

- **Mejor focalización.** Se deben seleccionar mejor los países que participan en la iniciativa a fin de que sean los que más se beneficien de ella. Deberá reforzarse el proceso actual de elección de los países que se evalúan a fin de velar por que los recursos se utilicen donde más se necesiten.
- **Mayor flexibilidad en las actualizaciones.** Si bien sería demasiado oneroso actualizar la totalidad de los IOCN con la frecuencia que quisieran los participantes en el mercado, se deben actualizar primero los de los países que presentaron

grandes vacíos de información en evaluaciones anteriores y los que más contribuyan a la estabilidad nacional o sistémica. Los directores consideraron que una meta aceptable sería una frecuencia de cinco años para las actualizaciones.

- **Mayor integración.** Los directores respaldaron medidas que integren más la iniciativa con otros aspectos del trabajo del FMI, como la supervisión y la asistencia técnica. Una de las medidas más importantes sería mejorar la coordinación en cada uno de los departamentos del FMI, y entre ellos.

- **Más claridad.** Los directores recomendaron que cada IOCN incluya un resumen ejecutivo con una evaluación clara del grado general de observancia de las normas, un resumen para cada principio y una lista priorizada de recomendaciones. ■

Jean-François Dauphin

Piyabha Kongsamut

FMI, Departamento de Elaboración y Examen de Políticas

El documento completo, titulado “The Standards and Codes Initiative—Is It Effective? And How Can It Be Improved?”, puede consultarse en www.imf.org.

Mercados de bonos empresariales: Dificultades y perspectivas

Desde mediados de los años noventa, los mercados de bonos empresariales han cobrado auge como fuentes de financiamiento del sector privado en las economías emergentes y en las desarrolladas. Aunque estos mercados han venido ocupando un lugar destacado en las agendas de las autoridades nacionales, en muchos países siguen estando poco desarrollados. En un nuevo estudio del FMI se definen los requisitos comunes y fundamentales para el desarrollo de mercados de bonos empresariales activos y líquidos. Sus autores, Pipat Luengnaruemitchai y Li Lian Ong, del Departamento de Mercados Internacionales de Capital y del Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros del FMI, respectivamente, comentaron las conclusiones del estudio con Jacqueline Irving, del Boletín del FMI.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cuáles son los requisitos principales para desarrollar los mercados de bonos empresariales?

ONG: En las economías de mercado desarrolladas y en las emergentes, para que los mercados empresariales de deuda puedan crecer y evolucionar, deben darse unas características esenciales. A partir de la extensa labor de investigación que habíamos llevado a cabo para anteriores ediciones del informe *Global Financial Stability Report* [del FMI], y en particular de la información recabada en las reuniones mantenidas con las autoridades económicas y los participantes en los mercados financieros, definimos una serie de requisitos fundamentales comunes: infraestructura de mercado fiable, emisiones de referencia creíbles en forma de valores líquidos con un riesgo de incumplimiento de pago relativamente bajo, transparencia y buena gestión empresarial, y experiencia de los inversionistas institucionales nacionales. En cuanto al requisito relativo a las emisiones de referencia, los valores del Estado, por su bajo riesgo de crédito y su alto nivel de liquidez, podrían ser la fuente natural de las tasas de interés de referencia, lo que facilitaría las emisiones con plazos de vencimiento similares del sector privado.

LUENGNARUEMITCHAI: Otros aspectos, por ejemplo la fijación del precio del riesgo de crédito; las políticas del gobierno, como la reglamentación de los impuestos y las emisiones; el papel de los inversionistas extranjeros, y la secuencia de las reformas del mercado, tienen menores repercusiones en el desarrollo de los mercados de bonos.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué factores impulsaron la aparición de los mercados de bonos empresariales en la última década y qué diferencias presentaban los modelos de desarrollo de estos mercados en las distintas regiones?

LUENGNARUEMITCHAI: Los factores políticos e institucionales fueron decisivos en los mercados desarrollados. En Europa, la introducción del euro en 1999 fue un catalizador para el cre-

cimiento de los mercados de deuda empresarial. Las emisiones de deuda del sector privado se incrementaron más del doble, llegando a alcanzar los US\$680.000 millones en ese mismo año. Las empresas europeas aprovecharon la oportunidad para establecer emisiones de referencia con respecto al euro y diversificar sus obligaciones, alejándose de su anterior dependencia de los préstamos bancarios.

En algunos mercados emergentes se fomentó el desarrollo de los mercados de bonos tras las crisis financieras. En Asia, la falta de financiamiento bancario y la necesidad de reestructurar los balances brindaron el impulso necesario para la emisión de deuda por parte de las empresas. En América Latina, los factores propulsores fueron el rápido aumento de los inversionistas institucionales locales y la necesidad de refinanciamiento del sector empresarial en un entorno externo difícil.

ONG: La aplicación y secuencia de las reformas son factores clave para el desarrollo de los mercados. Mientras que algunos países han avanzado considerablemente en el desarrollo de sus mercados de bonos del Estado, el de los bonos empresariales ha evolucionado más lentamente. Entre los motivos destacan la falta de liquidez en los mercados secundarios, la ausencia de inversionistas con capacidad de evaluación del crédito y los altos costos de las emisiones locales. Incluso en Estados Unidos y Europa, donde los mercados de bonos empresariales están más desarrollados, la mayor parte de las emisiones de bonos siguen acusando una insuficiencia de liquidez.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cómo lograr que estos mercados desarrollados sean más líquidos para estimular las operaciones en los mercados secundarios?

LUENGNARUEMITCHAI: Es difícil responder. Dado que las distintas emisiones tienen características diferentes, el mercado de bonos empresariales puede ser menos líquido que el de bonos del Estado, donde las emisiones de vencimiento similar son más uniformes. En Estados Unidos y en algunos países europeos, el desarrollo y la evolución de los mercados de instrumentos derivados han desempeñado asimismo un importante papel en la profundización de los mercados de bonos empresariales.

ONG: La liquidez en los mercados secundarios es menor en la mayoría de las economías emergentes, donde solo algunas empresas grandes emiten bonos suficientes para crear un mercado en el que los inversionistas pueden cambiar sus posiciones de negociación sin modificar los precios en su contra. Este problema se agudiza por el escaso desarrollo de los mercados de instrumentos derivados en algunos de estos países, lo que limita la capacidad de los inversionistas para cubrir sus riesgos.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué relación existe entre el desarrollo de los mercados de bonos del Estado y de las empresas?

LUENGNARUEMITCHAI: Las emisiones de referencia de los títulos de deuda pública son decisivas para el desarrollo de los mercados de bonos internos. Aunque otros valores líquidos con un riesgo de incumplimiento de pago relativamente bajo podrían servir de referencia, los valores del Estado, por su bajo nivel de riesgo de crédito y su elevada liquidez, se han convertido en el punto de referencia para el sector privado. El desarrollo de los mercados de bonos del Estado podría repercutir también en el de los bonos empresariales, dada la posibilidad de compartir la infraestructura existente, como los sistemas de compensación y liquidación, el proceso de emisión en los mercados primarios y el sistema de divulgación de datos. Además, el desarrollo de los mercados de bonos del Estado podría generar una base de inversionistas a la que también tendrían acceso los mercados de bonos empresariales.

BOLETÍN DEL FMI: En la literatura sobre el tema se aprecia una falta de consenso sobre la prioridad que debe darse a los mercados de valores en el marco global del desarrollo financiero y económico, máxime en las economías menos desarrolladas. Algunos opinan que entre los bancos y los mercados de valores existe una relación complementaria que contribuiría positivamente al crecimiento económico, mientras que otros son partidarios de un “enfoque gradual”, que se centraría en desarrollar y mejorar el funcionamiento y la regulación de los sectores bancarios antes que los mercados de valores.

¿Qué opina al respecto?

ONG: Como puso de manifiesto la crisis asiática, un sistema financiero diversificado reduce la vulnerabilidad frente a los riesgos sistémicos. Un requisito importante para lograr un sistema creíble de fijación del precio en los mercados de valores es la transparencia y la buena gestión empresarial. En los mercados poco desarrollados, que padecen una grave asimetría informativa y que carecen del marco institucional necesario, los bancos podrían prestar servicios de intermediación más fiables. Si los recursos son escasos y existe ya un sistema bancario, el país saldría más beneficiado si los esfuerzos se centraran en reforzar el sector bancario en lugar de dispersar los recursos. La prioridad sería dotar a las instituciones que ya existen de una infraestructura adecuada y establecer los marcos jurídico y reglamentario necesarios.

En relación con la secuencia de las reformas, no existe una fórmula válida para todos los países, sino que depende de la infraestructura, las instituciones y el marco reglamentario de cada uno.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué posibilidades hay de que se aplique un enfoque regional al desarrollo de los mercados de bonos empresariales, como en el caso de los Fondos de Bonos Asiáticos [ABF]?



Pipat Luengnaruemitchai (izq.) y Li Lian Ong.

Henk Schmitt de Goy/FMI

LUENGNARUEMITCHAI: En algunos países, que aún deben lograr un nivel mínimo de eficiencias de escala para desarrollar unos mercados nacionales adecuados, la cooperación regional y la inversión en otras economías podrían contribuir a profundizar los mercados locales. Las perspectivas del enfoque regional en Asia parecen prometedoras tras el lanzamiento, en diciembre de 2004, del segundo Fondo de Bonos Asiáticos [ABF2]. El ABF2 está integrado por un fondo panasiático basado en un índice que invierte en bonos soberanos y cuasosoberanos, denominados en la moneda local, emitidos en los mercados de China, la RAE de Hong Kong, India, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia, y por ocho fondos nacionales que invierten en bonos soberanos y cuasosoberanos, denominados en la moneda local, emitidos en sus respectivos mercados.

ONG: Los ABF tienen por objeto dar a conocer mejor los bonos asiáticos, fomentar la eficacia de la intermediación financiera en Asia, promover nuevos productos financieros, mejorar la infraestructura de mercado y reducir los obstáculos reglamentarios en los mercados nacionales. Las autoridades de cada país deben crear el entorno adecuado para fomentar el desarrollo del mercado o, como en el caso de los ABF, favorecer el proceso a escala regional, aunque luego debe dejarse que funcione el mecanismo de mercado sin que interfiera el gobierno para mejorar la eficacia en la asignación de fondos y fomentar la transparencia. ■

Pueden adquirirse ejemplares de *An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains* (IMF Working Paper No. 05/152) al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 348. El texto completo, en inglés, puede consultarse en www.imf.org.

Entrevista con Daniel Citrin

Tras superar la deflación, ahora Japón debe mirar el largo plazo

Japón se ha puesto de nuevo en marcha y deja atrás no solo el bache de 2004, sino también los demonios de la era de la burbuja. Pero, como Daniel Citrin, Subdirector del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI, explica a Sheila Meehan, del Boletín del FMI, las prioridades políticas de Japón no consisten solo en superar la deflación. Con una población envejecida y una mano de obra menguante, Japón debe poner orden en sus finanzas y luego emprender reformas para impulsar la productividad y el crecimiento.

BOLETÍN DEL FMI: Los resultados electorales decisivos y el optimismo en Japón, ¿son una señal de que el país ha repuntado?

CITRIN: Japón había repuntado antes de las elecciones. En los últimos dos años, el crecimiento se ha recuperado y se ha mantenido. En un principio, las exportaciones fueron la fuerza motriz del crecimiento, pero este impulso depende cada vez más de la demanda interna y esta pauta de crecimiento se ha extendido al resto de la economía. Desde finales de 2003 ha aumentado la inversión privada y ello ha reforzado la confianza de los consumidores; se ha creado empleo real y potencial y se ha apuntalado el sector de los hogares y la demanda de los consumidores. Esta consolidación se debe, en parte, a las reformas realizadas en los últimos años en los mercados de trabajo y de productos, al éxito de la reestructuración de los balances bancarios y a los esfuerzos de las empresas para eliminar el exceso de capacidad y la deuda. Los resultados de las elecciones de septiembre, que podrían interpretarse como un respaldo de los planes gubernamentales, confirman el éxito de esta estrategia y la llevan a la siguiente fase.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Son suficientes estas reformas para eliminar los fantasmas del pasado?

CITRIN: Existen ciertas dudas. En los últimos 15 años ha habido dos o tres falsos repuntes. El crecimiento empezaba a remontar, pero pronto perdía fuerza y la economía volvía a caer en la recesión. La diferencia esta vez es que los excesos (de trabajo, capital y deuda) del período de la burbuja se han agotado por sí solos. La rentabilidad de las empresas se ha situado en los niveles de mediados de los años ochenta y el endeudamiento ha vuelto a las cotas previas a la burbuja. Los grandes bancos han finalizado la reestructuración de sus balances y los niveles de préstamos en mora se sitúan muy por debajo de los objetivos del gobierno.

Este año también se han realizado avances en materia de empleo. Durante el período de recesión, las empresas abandonaron el tradicional empleo de por vida y recurrieron a

trabajadores a tiempo parcial o con contratos a corto plazo para reducir los costos laborales, y ello tuvo un impacto deflacionario directo, dado que los sueldos de estos trabajadores son un 40% más bajos. La renta del trabajo flojeó. No obstante, a principios de año, se invirtió esa tendencia. Las grandes empresas están contratando más trabajadores a tiempo completo, y el empleo a tiempo parcial, que representaba un 30% del total, comienza a descender. Esta es la fase final de la corrección tras la burbuja y, por ello, el FMI y la mayoría de los observadores estamos convencidos de que esta vez la recuperación va en serio.

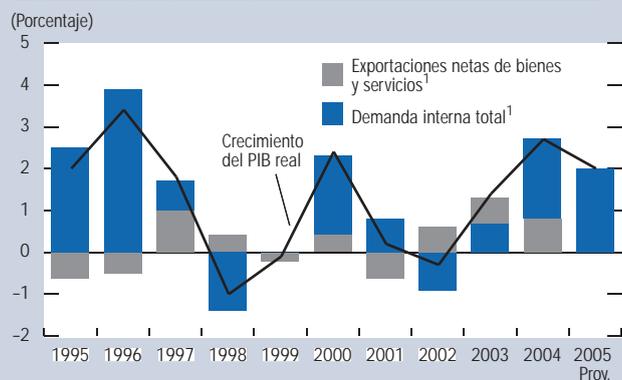
BOLETÍN DEL FMI: ¿Hasta qué punto es Japón vulnerable al aumento del costo del petróleo?

CITRIN: A corto plazo, este es el mayor riesgo debido a las repercusiones de este aumento en Estados Unidos y otros socios comerciales importantes. Japón ha mejorado enormemente su eficiencia energética en las dos últimas décadas, así que los efectos directos del aumento del precio del petróleo son leves. Como contrapartida, la mayor solidez de la economía japonesa augura buenas perspectivas de crecimiento a corto plazo, que seguramente se mantendrá en torno al 2% anual en los próximos dos años.

BOLETÍN DEL FMI: Según el FMI, ¿cuáles son los principales desafíos políticos?

Mejoran las perspectivas

El repunte de la demanda interna de Japón parece indicar que han mejorado las perspectivas para mantener un crecimiento duradero.



¹ Contribución al crecimiento del PIB real.
Datos: Global Insight, base de datos Nomura.

CITRIN: En el plano macroeconómico, a pesar de la recuperación, persiste una leve deflación, de manera que en el futuro inmediato las autoridades deberán mantener una posición monetaria que permita a Japón escapar de una vez por todas de su período deflacionario. La política monetaria debe seguir siendo muy flexible hasta que se superen la deflación y las perspectivas deflacionistas. Ese momento se acerca ya que se espera que el próximo año la inflación del IPC sea positiva.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cómo deben afrontar esta situación las autoridades monetarias?

CITRIN: Mucho se ha especulado en los últimos meses sobre los motivos que han llevado al Banco de Japón a abandonar su política de distensión monetaria cuantitativa, y algunos temen que aplique medidas restrictivas demasiado prematuras. Este abandono exigirá adoptar una política más convencional, en virtud de la cual el Banco de Japón fijará una tasa de interés a corto plazo, que es el modo en que operan los demás bancos centrales. Estoy seguro de que los directivos del Banco de Japón son conscientes de la necesidad de ser flexibles, teniendo en cuenta la evolución de los precios y la buena marcha de la economía en general. Así pues, cabe esperar que el Banco de Japón realice esta transición de un modo gradual y transparente sin desestabilizar las expectativas de mercado ni las tasas de interés a más largo plazo, que son fundamentales para la inversión y el consumo. En este contexto, la claridad en las comunicaciones será importante para que los participantes en el mercado estén bien informados de las decisiones del Banco de Japón. Creo que la trayectoria hasta el momento es alentadora.



Citrin: Para soportar un nivel razonable de bienestar social conforme la población vaya envejeciendo, será necesario aumentar el impuesto al consumo, aunque aún no se sabe a qué ritmo ni en qué momento.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Existen desafíos para los responsables de la política fiscal?

CITRIN: Es necesario adoptar medidas para abordar el déficit presupuestario. En los dos últimos años, las autoridades han realizado esfuerzos para controlar el ritmo insostenible al que crece el endeudamiento nacional, pero hay que seguir luchando en este sentido. Una cuestión importante es la reforma fiscal. El gobierno debe decidir el momento de realizarla, pero al menos ya se ha reconocido el problema. La magnitud del déficit presupuestario hace necesario adoptar medidas en materia de gasto y de impuestos.

En cuanto al gasto, deben suprimirse las obras públicas antieconómicas. En cuanto a los ingresos, las tasas del impuesto sobre las sociedades ya son bastantes elevadas, pero

la base imponible es muy limitada, y hay muchas deducciones e incentivos especiales. Pero lo más importante es el impuesto al consumo, que es muy bajo en comparación con otros países. Las autoridades económicas admiten que, para soportar un nivel razonable de bienestar social conforme la población vaya envejeciendo, será necesario aumentar el impuesto al consumo, aunque aún no se sabe a qué ritmo ni en qué momento.

BOLETÍN DEL FMI: ¿No puede resultar problemático el aumento del impuesto al consumo, dado que probablemente Japón desea impulsar la demanda interna?

CITRIN: Por supuesto, pero en los últimos años se observa una aceleración de la demanda interna frente a una reducción significativa de la demanda del sector público. La experiencia demuestra que los países que se esfuerzan por corregir sus desequilibrios fiscales subyacentes están mejor preparados para mantener el crecimiento a largo plazo e, incluso a corto plazo, la adopción de medidas contundentes para abordar los déficit estructurales puede favorecer el crecimiento. Es necesario realizar un gran esfuerzo para poner en orden las finanzas públicas japonesas. Son las autoridades las que deben decidir cuál es la mejor estrategia.

Parece que la opinión pública piensa que “antes de empezar a pagar más impuestos, el gobierno tiene que demostrar que ha hecho todo lo posible para reducir los gastos innecesarios”, entre otras cosas, recortar la burocracia. Consciente de los vientos políticos que corren, el gobierno ya está reflexionando seriamente sobre las reformas de la función pública, con la esperanza de seguir ahorrando en este ámbito. Tal vez el gobierno espere un poco antes de recurrir al impuesto al consumo, pero no debería demorarse mucho.

BOLETÍN DEL FMI: Más allá de las cuestiones fiscales, ¿qué políticas son necesarias para garantizar un crecimiento duradero?

CITRIN: El principal reto para Japón en los próximos años será mantener un crecimiento firme ante el envejecimiento de la población. La población en edad de trabajar (entre 15 y 64 años) viene reduciéndose desde hace años y, en 2007, la población total empezará a decrecer. Las estimaciones varían, pero en 2050 la población japonesa en edad de trabajar podría disminuir en un 35%.

Las autoridades económicas tienen dos opciones: pueden seguir haciendo frente al desequilibrio fiscal, reducir la carga de la deuda sobre la población y ampliar el margen para los crecientes costos en atención de salud, pensiones y seguridad social, que aumentarán necesariamente conforme envejezca la sociedad japonesa. También pueden llevar a cabo una serie de amplias reformas estructurales para mejorar el crecimiento de la productividad y garantizar que el crecimiento sea lo suficientemente sólido no solo para seguir mejorando el nivel de vida, sino también para hacer frente al aumento de los gastos sociales relacionados con el envejecimiento de la población.

BOLETÍN DEL FMI: ¿A qué reformas se refiere?

CITRIN: La lista es larga. Japón tendrá que flexibilizar más sus mercados de trabajo, fomentar la inversión extranjera directa, mejorar la competencia interna y emprender la reforma agrícola y el proceso de liberalización. Se han realizado avances en muchas reformas, pero hay que seguir trabajando para mejorar las perspectivas de crecimiento a largo plazo. Es una cuestión de prioridades y de constancia.

BOLETÍN DEL FMI: Recientemente, parece que se ha dado un paso importante en esta dirección al aprobarse el plan de privatización de los servicios postales japoneses. ¿Cuál es la magnitud de esta medida?

CITRIN: Es muy importante. Estamos hablando de fondos que actualmente representan el 30% de todos los depósitos de ahorro de los hogares del país. El impacto directo de la reforma a corto plazo puede que no sea tan considerable, porque la privatización se realizará a lo largo de 10 años, pero el sistema de ahorros postales ha permitido distorsiones bastante significativas al crear una reserva de ahorros que contribuía a financiar proyectos de inversión pública ineficaces y anti-económicos. Y el sistema de ahorros postales disfrutaba de unas ventajas en términos de costos con respecto a los bancos privados: no pagaba primas por la garantía de depósitos y sus ingresos eran libres de impuestos. Esto perjudicaba de forma alarmante a las instituciones financieras privadas. Ahora se están suprimiendo algunas de estas ventajas. Es obvio que una reducción de las bases de depósitos y la disminución del gasto en obras públicas contribuirán a la reasignación de los recursos financieros para fines más productivos.

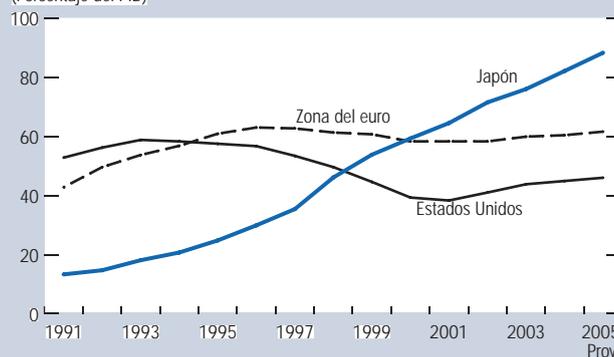
BOLETÍN DEL FMI: ¿Considera que la creciente influencia económica de China planteará problemas a mediano o largo plazo para Japón?

CITRIN: Actualmente Japón tiene una ventaja comparativa en alta tecnología, pero es probable que entre en competencia directa con China cada vez en más sectores. No obstante, el crecimiento de China ha creado y seguirá creando oportuni-

Situación preocupante de las finanzas públicas

Japón debe reducir el alto nivel de deuda pública que ha crecido mucho en comparación con el de otras economías principales.

(Porcentaje del PIB)



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

dades para Japón. Las inversiones extranjeras directas japonesas son cuantiosas y las exportaciones a China crecen a un ritmo más rápido que las de otros destinos y representan actualmente más del 15% de las exportaciones totales, de las que una parte son insumos que se utilizan en la fabricación de los bienes exportados a Estados Unidos o a otros países. Sin embargo, las exportaciones destinadas a satisfacer la demanda interna china son sustanciales.

BOLETÍN DEL FMI: Como contrapartida, ¿no es cierto que lo que es bueno para Japón es bueno para el mundo y viceversa?

CITRIN: Cuanto más haga Japón en el frente de las reformas estructurales para impulsar el crecimiento, más favorecerá la demanda interna y más contribuirá a reducir los actuales desequilibrios en cuenta corriente mundiales, que amenazan constantemente la economía mundial. Por supuesto, lo importante es la rapidez con que Japón ponga en orden su situación fiscal, dado que los modelos macroeconómicos estándar indican que la contracción fiscal se traducirá en un mayor superávit en cuenta corriente. No obstante, vemos que cualquier combinación de políticas que abarque reformas estructurales y consolidación fiscal no solo impulsa directamente la productividad, sino que también fortalece la resistencia de la demanda privada interna. Esto, a su vez, beneficia a Japón y con el tiempo reduce los desequilibrios mundiales. Así que, por supuesto, las políticas que son buenas para Japón son buenas para el mundo. ■

El texto completo del memorando del personal técnico del FMI sobre Japón (Country Report No. 273), Selected Issues (Country Report No. 272) y la nota de información al público No. 05/105 (en inglés) emitida al término de las deliberaciones del Directorio Ejecutivo puede consultarse en www.imf.org.

Alivio de la deuda de los PPME (situación al 3 de noviembre de 2005)

País miembro	Punto de decisión	Punto de culminación	Monto	Monto
			aprobado	desembolsado ¹
(Millones de DEG)				
Iniciativa para los países pobres muy endeudados (PPME)				
En virtud de la Iniciativa original de 1996				
Bolivia	Septiembre de 1997	Septiembre de 1998	21,2	21,2
Burkina Faso	Septiembre de 1997	Julio de 2000	16,3	16,3
Côte d'Ivoire	Marzo de 1998	—	16,7 ²	—
Guyana	Diciembre de 1997	Mayo de 1999	25,6	25,6
Malí	Septiembre de 1998	Septiembre de 2000	10,8	10,8
Mozambique	Abril de 1998	Junio de 1999	93,2	93,2
Uganda	Abril de 1997	Abril de 1998	51,5	51,5
Total PPME original			235,3	218,6
En virtud de la Iniciativa reforzada para los PPME de 1999				
Benin	Julio de 2000	Marzo de 2003	18,4	20,1
Bolivia	Febrero de 2000	Junio de 2001	41,1	44,2
Burkina Faso	Julio de 2000	Abril de 2002	27,7	29,7
Burundi	Agosto de 2005	Flotante	19,3	0,1
Camerún	Octubre de 2000	Flotante	28,5	11,3
Chad	Mayo de 2001	Flotante	14,3	8,6
Congo, República Democrática del	Julio de 2003	Flotante	228,3 ³	3,4
Etiopía	Noviembre de 2001	Abril de 2004	45,1	46,7
Gambia	Diciembre de 2000	Flotante	1,8	0,1
Ghana	Febrero de 2002	Julio de 2004	90,1	94,3
Guinea	Diciembre de 2000	Flotante	24,2	5,2
Guinea-Bissau	Diciembre de 2000	Flotante	9,2	0,5
Guyana	Noviembre de 2000	Diciembre de 2003	31,1	34,0
Honduras	Junio de 2000	Abril de 2005	22,7	26,4
Madagascar	Diciembre de 2000	Octubre de 2004	14,7	16,4
Malawi	Diciembre de 2000	Flotante	23,1	11,6
Malí	Septiembre de 2000	Marzo de 2003	34,7	38,5
Mauritania	Febrero de 2000	Junio de 2002	34,8	38,4
Mozambique	Abril de 2000	Septiembre de 2001	13,7	14,8
Nicaragua	Diciembre de 2000	Enero de 2004	63,5	71,2
Níger	Diciembre de 2000	Abril de 2004	31,2	34,0
Rwanda	Diciembre de 2000	Abril de 2005	46,8	50,6
Santo Tomé y Príncipe	Diciembre de 2000	Flotante	—	—
Senegal	Junio de 2000	Abril de 2004	33,8	38,4
Sierra Leona	Marzo de 2002	Flotante	98,5	66,0
Tanzania	Abril de 2000	Noviembre de 2001	89,0	96,4
Uganda	Febrero de 2000	Mayo de 2000	68,1	70,2
Zambia	Diciembre de 2000	Abril de 2005	468,8	508,3
Total PPME reforzado			1.622,5	1.379,1
Total combinado			1.857,8	1.597,7

Definiciones

Punto de decisión: Punto en el que el FMI decide habilitar a un país miembro para recibir asistencia en virtud de la Iniciativa para los PPME (normalmente al cabo de un período inicial de ejecución de tres años) y el monto de la asistencia aprobada.

Punto de culminación: Punto en el que el país recibe la mayor parte de la asistencia en el marco de la Iniciativa para los PPME, sin más condiciones de política. En virtud de la Iniciativa reforzada para los PPME, el punto de culminación guarda relación con la ejecución de reformas estructurales fundamentales previamente acordadas (es decir, un punto de culminación flotante).

¹Incluye intereses por montos comprometidos en virtud de la Iniciativa reforzada para los PPME.

²Equivalente al monto comprometido de US\$22,5 millones a los tipos de cambio del punto de decisión (17 de marzo de 1998).

³El monto comprometido equivale al saldo restante del total de asistencia del FMI en virtud de la Iniciativa para los PPME por valor de DEG 337,9 millones, una vez deducidos DEG 109,6 millones que representan el elemento concesionario relacionado con el desembolso de un préstamo en virtud del servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza tras la eliminación de los atrasos de la República Democrática del Congo frente al FMI el 12 de junio de 2002.

Datos: FMI, Departamento Financiero.

Conferencia sobre la deuda y el comercio

En un año caracterizado por las iniciativas de alto nivel para condonar la deuda, fomentar la apertura comercial y garantizar una mayor eficacia de la ayuda, los parlamentarios buscan maneras de ayudar a cerrar la brecha crítica entre las promesas y el progreso. Estas fueron las cuestiones analizadas en la sexta conferencia anual de la Red Parlamentaria sobre el Banco Mundial (PNoWB), celebrada del 21 al 23 de octubre en Helsinki, y a la que acudieron unos 200 parlamentarios de 90 países y representantes de organizaciones de la sociedad civil, centros de estudios y organismos multilaterales.

La reciente iniciativa del Grupo de los Ocho (G-8) para condonar la deuda de muchos de los países pobres muy endeudados (PPME) tuvo una favorable acogida general, pero en el debate salieron a la luz algunas inquietudes. Charles Mutasa, del Foro Africano sobre Deuda y Desarrollo, señaló que varios países muy endeudados no estaban incluidos ni en la iniciativa original para los PPME ni en la actual propuesta del G-8.

Vikram Nehru, del Banco Mundial, advirtió que, dependiendo del número de países que participen en la iniciativa, el costo que habrá de asumir la Asociación Internacional de Fomento (AIF) podría hacer peligrar futuros préstamos. Alison Johnson, de Debt Relief International, corroboró esta opinión, y dijo que el alivio de la deuda no debería comprometer el financiamiento futuro del FMI a países de bajo ingreso o que enfrentan shocks exógenos. Johnson y otros participantes esperan que la condonación de la deuda no esté sometida a nuevas condiciones.

Es mucho lo que los parlamentarios pueden hacer para asegurar que sus países aprovechen las ventajas que supone la condonación de la deuda. Johnson exhortó a los delegados de los países prestarios a examinar con cuidado las medidas que tomen sus gobiernos y a garantizar que el alivio ayude efectivamente a los países a alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio. Los legisladores también deben controlar el endeudamiento del ejecutivo y el riesgo de que la deuda acumulada llegue a niveles insostenibles. Mutasa recomendó la creación de una oficina para la gestión de la deuda que esté supervisada por el parlamento, y Nehru

instó a los parlamentarios de los países donantes a tomar medidas para que se respeten los compromisos de reposición de los recursos de la AIF.

A la espera de Hong Kong

“Cuando dos elefantes se pelean es la hierba la que sufre”, dijo Mutahi Kagwe, un parlamentario de Kenya, al describir el estado actual de las negociaciones entre Estados Unidos y la Unión Europea (UE) sobre los subsidios agrícolas. Pascal Lamy, Director

General de la Organización Mundial del Comercio, intervino por videoconferencia y se mostró muy preocupado porque las divergencias entre Estados Unidos y la UE son demasiado profundas para permitir el avance de las negociaciones. Explicó que si llegaran a fracasar las reuniones ministeriales de Hong Kong, se truncaría la posibilidad de que la Ronda de Doha para el Desarrollo concluya a finales de 2006. Según Bert Koenders, delegado de los Países Bajos y presidente

de la PNoWB, la cristalización del acuerdo ha resultado tan difícil porque “demasiado a menudo los políticos ven al mundo más como un riesgo que como una oportunidad”.

Fortalecimiento de las capacidades

En cuanto a la función fiscalizadora del parlamento, varios participantes lamentaron que la escasez de recursos e información complica la tarea de supervisar eficazmente las decisiones del ejecutivo. Dos organizaciones que pueden ayudar en este sentido son el Instituto del Banco Mundial, que ofrece un programa completo para la formación de parlamentarios, y la Fundación Konrad-Adenauer Stiftung, la cual, según Peter Koeppinger, se dedica al fortalecimiento de las capacidades no solo de los parlamentarios sino también de los funcionarios del poder legislativo y de los partidos políticos. Beatrice Kiraso, una legisladora de Uganda, señaló que la capacitación mutua entre colegas puede ser aún más valiosa, y alentó a los parlamentarios a intercambiar sus conocimientos y su experiencia. ■

Sabina Bhatia

FMI, Departamento de Relaciones Externas



El Presidente del Banco Mundial, Paul Wolfowitz (izq.), y los legisladores se reúnen en Helsinki.

Vesa Lindqvist/Parlamento de Finlandia



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

Lourdes Reviriego
Traducción

Gladys Murillo
Corrección de pruebas

Tania Fragnaud
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.

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.

El *Boletín del FMI* se distribuye por correo aéreo (Canadá, Estados Unidos y México: first class; otros países: airspeed).