

EN ESTE NÚMERO

- 258 Calendario
- 258 Indicadores
- 259 Actualidad
Panorama de las Reuniones Anuales
Burton habla sobre el FMI y Asia
- 263 Resumen nacional
Bolivia, Indonesia
- 264 Supervisión mundial
Perspectivas de la economía mundial
Global Financial Stability Report
- 264 Panorama regional
Zona del euro
- 270 Análisis
Primas de riesgo del dólar de EE.UU.
- 272 Foro
Singapur abre sus puertas

Temario para Singapur: La reforma del FMI

Pág. 259

En las Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial, que se celebrarán el 19 y 20 de septiembre en Singapur, se evaluará el estado de la economía mundial y de la Estrategia a Mediano Plazo del FMI. Se tratarán cuestiones clave como la reforma del gobierno del FMI, sobre todo la voz y representación de los países; la focalización de la supervisión del FMI, y un nuevo instrumento de financiamiento al que podrían recurrir los mercados emergentes si los mercados de capitales se desplomaran.



Singapore Tourism Board

Asia y el FMI: Estrategias para el futuro

Pág. 261

El dinamismo de Asia estará presente en las Reuniones Anuales, y Singapur es el marco adecuado para analizarlo dados la creciente importancia de Asia en la economía mundial y el compromiso del FMI para adaptarse a las necesidades de la región. David Burton, Director del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI y del equipo que propuso los cambios en la voz y la representación de los países, destaca la importancia de afianzar el ímpetu de Asia y la estructura del FMI.



Steve Ailer/Picture Arts

El crecimiento en Asia y el alza de los metales

Pág. 264

¿Qué deben hacer las dinámicas economías de mercados emergentes de Asia para lograr los niveles de ingreso de las economías avanzadas? ¿A qué se debe y cuánto durará el auge de los precios de los productos básicos no combustibles, en especial los metales? Según dos análisis de la última edición de *Perspectivas de la economía mundial*, Asia tiene que mejorar la productividad para seguir creciendo, y el auge de los precios se debe al aumento de la demanda, que no parece ser un fenómeno a largo plazo.



HALEY/SIPA

Los mercados mundiales enfrentan riesgos

Pág. 266

Los mercados internacionales de capital superaron rápidamente la leve turbulencia de mayo y junio, y según el *Global Financial Stability Report* del FMI, el crecimiento mundial continuará en medio de una inflación contenida. Pero factores como las fluctuaciones de los precios del petróleo podrían afectar los pronósticos. Hay que reforzar más la infraestructura del mercado financiero, y los países de mercados emergentes tienen que gestionar mejor los riesgos para enfrentar el rápido crecimiento del crédito a los hogares.



Christien Charisus/Reuters

Calendario

SEPTIEMBRE

12 Reunión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo, Viena, Austria

12 Publicación de la edición de septiembre de 2006 de *Global Financial Stability Report* (informe sobre la estabilidad financiera mundial)

14 Publicación de la edición en inglés de septiembre de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial* (capítulos 1 y 2)

14-15 Asamblea General de las Naciones Unidas, diálogo de alto nivel sobre migración internacional y desarrollo, Nueva York, Estados Unidos

14-15 Foro "Raffles" sobre el buen gobierno y la riqueza de las naciones, Singapur

18 Foro de los Estados pequeños 2006, Singapur

19-20 Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial, Singapur

19-20 Asamblea General de las Naciones Unidas, Reunión de alto nivel sobre el examen del programa de acción de Bruselas en favor de los países menos adelantados, Nueva York, Estados Unidos

21 Publicación de *World Development Report 2007: Development and the Next Generation* (informe sobre el desarrollo mundial) del Banco Mundial, Manila, Filipinas

21 Publicación de *Report on Economic Development in Africa* (informe sobre el desarrollo económico en África), Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, Ginebra, Suiza

25-26 Foro público de la Organización Mundial del Comercio, "¿Qué debería ser la OMC en el siglo XXI?", Ginebra, Suiza

OCTUBRE

11-12 Octava mesa redonda sobre la reforma del mercado de capitales en Asia, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos/Banco Asiático de Desarrollo, Tokio, Japón

23-27 Seminario de alto nivel del FMI sobre temas de actualidad en la legislación monetaria y financiera, Washington, Estados Unidos

NOVIEMBRE

6-7 Simposio del FMI sobre la supervisión de la integridad de las empresas del sector financiero, Washington, Estados Unidos

9-10 Séptima conferencia anual de investigación Jacques Polak, FMI, Washington, Estados Unidos

17-18 Río 6: Conferencia mundial sobre clima y energía, Río de Janeiro, Brasil

18-19 14ª Reunión de los Líderes Económicos del Foro de Cooperación Económica Asia-Pacífico, Hanoi, Vietnam

23-24 Foro Económico Mundial, "Connecting Regions—Creating New Opportunities", Estambul, Turquía

26-28 Foro Económico Mundial, "India: Meeting New Expectations", Nueva Delhi, India

ENERO DE 2007

24-28 Reunión Anual del Foro Económico Mundial, Davos, Suiza

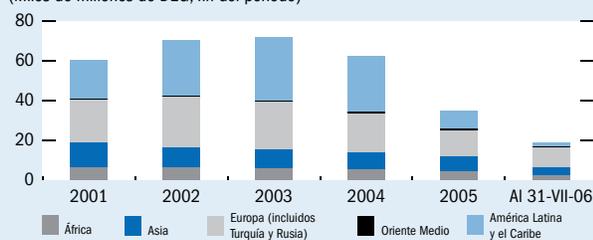
Directorio Ejecutivo del FMI

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

Indicadores

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

(Miles de millones de DEG, fin del período)



Recursos del FMI disponibles

(Capacidad de compromiso futura a un año; miles de millones de DEG)



Nota: 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.

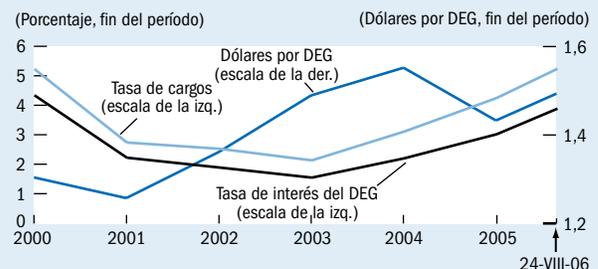
Préstamos pendientes de mayor cuantía

(Miles de millones de DEG, al 31-VI-06)

No concesionarios		Concesionarios	
Turquía	7,59	Pakistán	0,96
Indonesia	2,43	Congo, Rep. Dem. del	0,55
Uruguay	1,35	Bangladesh	0,28
Ucrania	0,68	Yemen, República del	0,16
Serbia, República de	0,49	Georgia	0,16

Tasas relacionadas

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



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.

Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial

Temas clave en Singapur: Reforma del FMI y globalización

Autoridades económicas y financieras, banqueros, empresarios y analistas de todo el mundo participarán del 14 al 20 de septiembre en Singapur en una serie de sesiones oficiales y oficiosas con motivo de las Reuniones Anuales de las Juntas de Gobernadores del FMI y del Banco Mundial. Los ministros, gobernadores de bancos centrales y autoridades de 184 países miembros analizarán la evolución de la economía mundial y la implementación de la nueva Estrategia a Mediano Plazo del FMI refrendada en abril. Se prevé la aprobación de un programa de reforma gradual de la estructura de gobierno de la institución.

Las reuniones vuelven a Asia por primera vez desde que la crisis financiera de 1997–98 azotara la región, y se espera que cerca de 16.000 delegados y observadores asistan a las sesiones en el Centro Internacional de Convenciones y Exhibiciones Suntec de Singapur. Tras la crisis, la región más poblada del mundo se recuperó espectacularmente, y se prevén tasas de crecimiento de 7¼% en 2006 y 7% en 2007. El crecimiento mundial también es vigoroso, pese a los altos precios del petróleo, y el saldo de crédito del FMI es el más bajo en 25 años, debido en parte a la relativamente alentadora coyuntura mundial.

El Estado insular de 4,5 millones de habitantes, eje empresarial y comercial de la región, estará bajo fuertes medidas de seguridad. Los sucesos comienzan el 12 de septiembre con la presentación del *Global Financial Stability Report*, un informe semestral con evaluaciones de los mercados financieros mundiales y el financiamiento en los mercados emergentes desde una óptica mundial; el 14 de septiembre se presenta *Perspectivas de la economía mundial*, donde se analizan las tendencias de crecimiento mundial y nacional. Las reuniones del Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI) y del Comité para el Desarrollo se celebrarán los días 17 y 18 de septiembre y serán el preámbulo de la sesión plenaria de las Juntas de Gobernadores del FMI y del Banco Mundial, cuya inauguración, a cargo del Primer Ministro de Singapur, Lee Hsien Loong, se prevé para el 19 de septiembre. Asistirán a las reuniones ministros y presidentes de los bancos centrales de los países industriales del Grupo de los Siete.

Implementación de la estrategia

Durante las reuniones se tratarán cuestiones cruciales de la Estrategia a Mediano Plazo del FMI planteada por el Director Gerente, Rodrigo de Rato. La estrategia busca hacer más eficaz la labor del FMI, y algunos de sus aspectos básicos consisten en reformar su estructura de gobierno, sobre todo la voz y representación de los países; focalizar mejor la supervisión del FMI según los riesgos que amenazan la estabilidad financiera y el crecimiento econó-



Parque Merlion, llamado así en honor de la escultura de un ser mitad león, mitad pez, que es el símbolo de Singapur.

Singapore Tourism Board

mico, en especial los asuntos del sector financiero y cambiario y las repercusiones internacionales, y crear un nuevo instrumento de financiamiento para apoyar a los mercados emergentes en caso de que las condiciones del mercado de capitales se desplomen. En cuanto a los países de bajo ingreso, tras aplicar la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral a 19 de los países más pobres en enero de 2006, el objetivo será ahora asistir a los gobiernos para que aprovechen el incremento de la ayuda.

Reforzar la legitimidad del FMI

El Directorio Ejecutivo le ha recomendado a la Junta de Gobernadores del FMI reformas sobre las cuotas y la voz para que el gobierno de la institución refleje más fielmente la importancia relativa de los países en la economía mundial y responda mejor a las cambiantes realidades económicas mundiales. Otro objetivo del programa es realzar la participación y la voz de los países de bajo ingreso. La Junta de Gobernadores deberá someterlo a votación a más tardar el 18 de septiembre, a fin de que esté listo para las Reuniones Anuales.

Refiriéndose al programa, el Director Gerente, Rodrigo de Rato, dijo que “La decisión del Directorio Ejecutivo implica el respaldo a una reforma fundamental en virtud de la cual el FMI podrá adaptarse para hacer frente a los desafíos de una economía mundial en evolución. Para encarar estos retos”, añadió, “tenemos que cerciorarnos de que la voz y la representación de los países sean adecuadas y de que el sistema que determina la estructura de gobierno del FMI sea lo más transparente posible”.

Las reformas del régimen de cuotas y de la estructura de gobierno consisten en un programa integral de dos años que debería concluir para las Reuniones Anuales de 2008. El programa abarca aumentos iniciales ad hoc de las cuotas para un pequeño grupo de los países más subrepresentados —China, Corea,

México y Turquía—; un programa de trabajo posterior para definir una nueva fórmula que ayude a evaluar la idoneidad de las cuotas de los países en el FMI; una segunda ronda de aumentos ad hoc de las cuotas basados en la nueva fórmula; y el incremento del número de votos básicos de cada país a fin de garantizar que la voz de los países de bajo ingreso en el FMI sea adecuada.

La cuota de un país determina el compromiso financiero con el FMI, el número de votos y el grado de acceso al financiamiento (véase el recuadro).

Reforzar la supervisión

Pese a la solidez de la economía mundial, el FMI está reforzando sus tareas de supervisión regular de la economía y las finanzas mundiales, regionales y nacionales. Se están afinando las herramientas analíticas, y se cuenta con un nuevo vehículo —las consultas multilaterales— para abordar cuestiones de importancia sistémica o regional. De Rato probablemente informará a los Gobernadores sobre los avances de la primera consulta, en la que se estudia cómo corregir los desequilibrios mundiales en cuenta corriente sin perjudicar el fuerte crecimiento mundial. Se piensa que dicha corrección será suave y se basará en las fuerzas del mercado, pero que no dejará de encerrar riesgos para la economía mundial.

En el marco de la consulta, el personal técnico del FMI mantuvo conversaciones preliminares individuales con Arabia Saudita, China, Estados Unidos, Japón y la zona del euro sobre cómo resolver los desequilibrios sin mermar el crecimiento económico mundial. En los meses venideros el FMI organizará conversaciones multilaterales con los cinco participantes. No obstante, De Rato advirtió que la rectificación

de los desequilibrios no puede ser fluida: “Se trata de un problema complejo acumulado a lo largo de muchos años; no cabe pensar que se resolverá por arte de magia”.

En cuanto al financiamiento contingente, el FMI está tratando de adaptar sus servicios de financiamiento a las cambiantes necesidades de los países de mercados emergentes. Muchos de los que fueron importantes prestatarios han empezado a prescindir de los recursos del FMI. El 5 de septiembre, en un discurso en la Brookings Institution, De Rato recaló la importancia de que los países de mercados emergentes puedan seguir recurriendo al FMI en caso de que empeorara la coyuntura de los mercados financieros. “Por eso”, señaló, “he propuesto crear un nuevo instrumento para brindar liquidez a los países de mercados emergentes que, pese a tener variables fundamentales firmes, siguen siendo vulnerables a los shocks”.

Reactivar el comercio

Otro tema que probablemente se tratará en Singapur es el estancamiento de las negociaciones de Doha. Al respecto, en un discurso pronunciado el 8 de septiembre en Calgary, Canadá, De Rato dijo que “hay que asegurarse de que se trate solo de una pausa breve y no de un colapso de las negociaciones”. Alentó a promover el comercio, señalando que “es inaceptable, por ejemplo, que los intereses de los sectores agrícolas, que en los países ricos representan menos del 4% del empleo, bloqueen un acuerdo para abrir nuevos mercados para los servicios y las manufacturas, que representan más del 90% del empleo”. ■

Jeremy Clift

FMI, Departamento de Relaciones Externas

La importancia de las cuotas de los países en el FMI

La cuota determina las cantidades que un país tiene que depositar en el FMI como suscripción de capital y que puede obtener en préstamo en el marco de los servicios y las políticas del FMI para cubrir necesidades de balanza de pagos. Además, ayuda a establecer el número de votos a la hora de tomar decisiones.

- **Suscripción.** Cada país tiene que pagar el total de su suscripción al afiliarse al FMI. Hasta un 25% de la cuota debe pagarse en la moneda del FMI, denominada derechos especiales de giro (DEG), o en monedas ampliamente aceptadas (dólar de EE.UU., euro, yen o libra esterlina), y el resto se paga en la moneda del país.

- **Número de votos.** Cada país tiene 250 votos básicos y un voto adicional por cada DEG 100.000 de cuota. Así, Estados Unidos tiene 371.743 votos (17,1% del total) y Palau tiene 281 votos (0,013% del total).

- **Préstamos.** El monto de financiamiento que se puede obtener del FMI (su límite de acceso) depende de la cuota. Para los presta-

mos no concesionarios, el máximo es 100% de la cuota por año y 300% en forma acumulada, pero estos límites pueden ampliarse en circunstancias excepcionales.

Las cuotas se calculan mediante una fórmula con diversas variables, como: ingreso nacional, reservas oficiales, importaciones, variabilidad de las exportaciones y la razón entre exportaciones e ingreso nacional. Los votos básicos —que sirven para garantizar que todos los países, sin importar su tamaño, puedan influir en las políticas y operaciones del FMI— no han variado desde que se creó la institución, en tanto que los votos basados en las cuotas se han multiplicado en virtud de varios aumentos generales de cuotas, y por eso la cantidad de votos básicos como porcentaje del total de votos ha disminuido constantemente. Los votos básicos ahora representan 2,1% del total de votos, frente al 11,3% en 1945 y el máximo de 15,6% registrado en 1958.

La décimotercera revisión general de cuotas deberá concluir a más tardar en enero de 2008.

Entrevista con David Burton

Un FMI sólido beneficiará mucho a Asia y al mundo

El telón de fondo de las Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial a celebrarse en Singapur será el creciente dinamismo de Asia en la economía mundial y la reforma de la estructura, el asesoramiento y las operaciones del FMI en función de los desafíos de la globalización y las nuevas necesidades de los países. David Burton, Director del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI, y del equipo que propuso los cambios de las cuotas de los países, habla de la importancia de avanzar en ese ámbito y de las oportunidades y los desafíos que el futuro depara para Asia.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué significará un ajuste de las cuotas y votos de los miembros del FMI para China y Corea, y para Asia en general? ¿Qué les diría a los críticos que sostienen que no alterará el statu quo del FMI?

BURTON: El 31 de agosto el Directorio Ejecutivo del FMI acordó un importante programa de reforma de las cuotas y la voz de los países que se ha sometido a la Junta de Gobernadores (con la votación prevista para el 18 de septiembre). Los objetivos generales tienen dos aspectos importantes: avanzar en la realineación de las cuotas de los países según su peso en la economía mundial —lo cual beneficiaría a varias economías emergentes, como algunas de Asia— y asegurar que los países de bajo ingreso tengan una voz y participación adecuadas.

Hemos avanzado en este punto porque los países consideran estas reformas vitales para la eficacia y credibilidad futuras del FMI. Además, los países reconocen que las reformas no tienen un efecto neutro: fortalecerán al FMI y beneficiarán a todos los países, en especial los de Asia. China, Corea, México y Turquía recibirán aumentos iniciales ad hoc de las cuotas. Pero otros países de mercados emergentes dinámicos deberían beneficiarse con otros aspectos de las reformas.

A los críticos les diría que las reformas propuestas traerán un progreso significativo, al ajustar las cuotas relativas de los miembros durante los próximos dos años, y permitirán una mayor flexibilidad de las cuotas en el futuro. Las reformas plantean el primer aumento de los votos básicos desde que se estableció el FMI y crean un mecanismo para preservar la proporción de dichos votos en el número total de votos. La estructura de los votos no cambiará de inmediato, pero el FMI es una institución cooperativa y el cambio debe ser moderado y debe respetar los intereses de todos los países.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cuál es el papel estratégico del FMI en Asia?

BURTON: El FMI celebra la sólida recuperación de la crisis de 1997–98 y los notables resultados de crecimiento económico, que se destacan como los mejores entre los mercados emergentes en los últimos años. El FMI ahora ha reasumido una función más normal y provechosa, concentrándose en su tradicional papel de supervisor.

Creemos que la supervisión del FMI es útil para Asia y otras regiones, inclusive mediante el nuevo instrumento de consulta

multilateral. Asia, una región económica muy abierta a los flujos de capital y al comercio, tiene mucho que ganar de la estabilidad financiera y el crecimiento económico saludable, dos objetivos que un FMI sólido puede promover.

Como parte de su estrategia a mediano plazo, y en respuesta a las solicitudes de las autoridades asiáticas, el asesoramiento del FMI se centra en prevenir crisis, mejorar la supervisión del sector financiero y fortalecer la supervisión regional y mundial. Además, muchos países de la región aún enfrentan las secuelas de los altos niveles de déficit fiscal y deuda pública, y en algunos casos se necesita avanzar más en las reformas estructurales, el fortalecimiento de los sistemas financieros y la mejora del clima de inversión, ámbitos en los que pueden ser útiles los conoci-

mientos y la experiencia multinacional del FMI.

Las economías de los mercados emergentes de Asia también se beneficiarían con el acceso a los recursos financieros del FMI, si lo necesitan. Algunos países han acumulado abundantes reservas, lo que es costoso, y han fortalecido los lazos regionales con acuerdos de financiamiento, que complementan el del FMI, pero tienen límites. El FMI está estudiando un nuevo instrumento de liquidez, de interés para Asia, que permitiría a los países de mercados emergentes con políticas sólidas contar con protección adicional, y reducir la necesidad de mantener reservas precautorias.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Cómo se vislumbra la mayor integración financiera en la región?

BURTON: Según la mayoría de los criterios, las economías de Asia están bien conectadas a los mercados financieros. Pero la integración financiera regional —medida por las operaciones bancarias externas o los flujos de cartera— está mucho menos avanzada. Fortalecerla es prioritario para los gobiernos asiáticos, que desean usar mejor los ahorros sin precedentes



Burton: Fortalecer la integración financiera regional es prioritario para los gobiernos asiáticos, que desean usar mejor los ahorros sin precedentes de la región.

de la región, los que además pueden estimular el comercio intrarregional.

El FMI apoya firmemente las iniciativas en curso para profundizar los mercados de bonos locales, seguir desarrollando la infraestructura del mercado, armonizar las regulaciones financieras con las prácticas óptimas internacionales y proporcionar financiamiento a través de la Iniciativa Chiang Mai. También se están estableciendo lazos financieros multinacionales en un proceso ascendente, impulsado por el mercado: los bancos regionales, las empresas y los inversionistas favorecen cada vez más un enfoque panasiático en sus decisiones de expansión, financiamiento y cartera.

La integración impulsada por el mercado, reforzada por las instituciones adecuadas, ganará fuerza en el futuro inmediato. De hecho, los mercados internos y regionales más profundos estimularán mayores flujos de capital intrarregionales, profundizando y ampliando el mercado. Estos vínculos financieros más sólidos a la larga pueden conducir a una cooperación monetaria, aunque una moneda única es un objetivo muy distante. Aún resta mucho para completar la convergencia de las estructuras económicas, jurídicas y sociales de la región, y para cumplir con los requisitos de unificación monetaria.

El desafío inmediato para los gobiernos de Asia es adoptar marcos de política que equilibren la necesidad de tipos de cambio estables —para promover el intercambio intrarregional de bienes y capital— con la necesidad de manejar la movilidad internacional del capital que surge de la integración financiera, incluido el riesgo de cambios repentinos en la percepción del inversionista. Este equilibrio se lograría mejor con sistemas de tipos de cambio flexibles.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Podría la suspensión de las conversaciones de Doha aumentar la presión por establecer acuerdos de comercio regional?

BURTON: La suspensión es desalentadora, porque se pierde una gran oportunidad de impulsar la economía mundial y las perspectivas de crecimiento en los países más pobres. Tal vez avive los esfuerzos por forjar y profundizar acuerdos de comercio regional o bilateral, que podrían ser ventajosos si promueven la cooperación aduanera, estimulan la conciliación de las normas, y continúan con la integración de las economías relacionadas. Pero también podrían distorsionar el comercio. Para mitigar estos riesgos, los acuerdos deberían tener una amplia cobertura de productos; enfatizar la liberalización complementaria basada en la categoría de nación más favorecida, y aplicar normas de origen transparentes, coherentes y liberales. Sin embargo, las negociaciones de comercio regional difícilmente sustituyen a una reforma multilateral exitosa. Por tanto, es imperativo que la ronda de Doha se reanude.

BOLETÍN DEL FMI: A pesar de su rápido crecimiento, Asia tiene una gran proporción de los pobres del mundo. ¿Cómo puede el FMI ayudar en esta materia?

BURTON: Nuestro objetivo sigue siendo trabajar de cerca con los 17 países de bajo ingreso de Asia, un grupo diverso, con diferentes problemas. Pensemos en China e India, que pese a haber reducido mucho la pobreza, aún albergan a millones de pobres. En algunos países, el FMI financia programas de ajuste y reforma; en otros, apoya con supervisión, abundante asistencia técnica, y colaboración con donantes y otros organismos. Hace poco se proporcionó alivio de la deuda a Camboya.

Un importante aspecto de la Estrategia a Mediano Plazo del FMI es asegurar que las labores con los países de bajo ingreso sean más eficaces. Debemos apoyar políticas orientadas al mercado e instituciones económicas favorables al crecimiento sostenido, al comercio y a la reducción de la pobreza. Estamos trabajando con los países para garantizar que las políticas macroeconómicas faciliten la sostenibilidad de la deuda, promuevan el crecimiento económico duradero y eleven al máximo la capacidad para absorber la ayuda y aprovechar el alivio de la deuda. El objetivo es lograr un mayor crecimiento y alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM). Todos los países de bajo ingreso de Asia han logrado ciertos avances en la reducción de la pobreza, pero queda mucho por hacer.

BOLETÍN DEL FMI: ¿Qué enseñanzas los países en desarrollo de Asia y otras partes pueden obtener de los éxitos económicos de China e India?

BURTON: Es indiscutible que las continuas reformas y apertura al comercio justifican el esfuerzo, y que la reforma normativa y la reducción de la burocracia compensan. Examinemos los resultados muy diferentes del sector manufacturero de India, empantanado por regulaciones y permisos, y su sector de servicios, que ha prosperado en un régimen normativo más libre.

La infraestructura también es esencial, y los gobiernos necesitan el espacio fiscal para desarrollarla; esto es un problema real para India. Además, el capital humano puede ser crucial. La inversión de India en educación superior ha permitido su éxito en la tecnología de la información y otras actividades altamente especializadas.

Por último, para enfrentar un mundo globalizado en el que la producción y la tecnología cambian constantemente, las economías deben ser cada vez más flexibles. Los negocios tienen que adaptarse con rapidez y por esto es fundamental reducir a un mínimo la regulación y los trámites. ■

Bolivia: Consolidar los avances macroeconómicos y estimular el crecimiento

Los grandes cambios políticos que experimentó Bolivia en el último año culminaron en diciembre de 2005 con la elección del primer presidente indígena. El gobierno de Evo Morales heredó una situación económica favorable: en 2005, el crecimiento del PIB superó el 4%; el déficit fiscal fue 2,3% del PIB, y la inflación fue inferior al 5%. Se afianzaron la estabilidad del sector financiero y la situación de la balanza de pagos, y subieron las reservas oficiales de divisas. La Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral (IADM) redujo la deuda del país, pero algunos indicadores sociales básicos aún están rezagados.

En parte debido a los buenos precios de las exportaciones de hidrocarburos, los directores coincidieron en que el panorama de

Bolivia a corto plazo es alentador, pero no descartaron desafíos a mediano plazo. Tras instar al gobierno a consolidar los recientes avances macroeconómicos, mejorar el clima comercial y promover el crecimiento, los directores resaltaron la importancia de la prudencia fiscal y de fortalecer la gestión del gasto público, y recomendaron mejorar la tributación interna.

Preocupados por los elevados subsidios explícitos e implícitos, los directores señalaron que habría que equiparar progresivamente los precios de los productos petroleros con los niveles internacionales, y que parte de ese ahorro fiscal debería destinarse a proteger a los grupos vulnerables.

Se observó que en el sector de hidrocarburos no se han despejado incertidumbres graves con respecto a la aplicación del reciente decreto de nacionalización, y se exhortó a las autoridades a consensuar acuerdos con las empresas petroleras.

Los directores aplaudieron el empeño del gobierno en mejorar la equidad, la transparencia y la responsabilización, pero advirtieron que el empeño paralelo en ampliar la presencia estatal podría disuadir la inversión privada. Se recomendó a las autoridades mantener un equilibrio justo entre la intervención en la economía y la preservación de incentivos adecuados para la inversión privada a fin de promover el crecimiento y elevar el empleo y las condiciones de vida. ■

Bolivia	2003	2004	Prel. 2005	Proy. 2006 ¹
	(Variación porcentual)			
PIB real	2,9	3,9	4,1	4,1
Precios al consumidor (fin del período)	3,9	4,6	4,9	4,0
	(Porcentaje del PIB)			
Deuda pública total	74,0	77,2	70,1	50,8
Saldo general	-7,9	-5,6	-2,3	-0,1
Reservas internacionales brutas ¹ (millones de dólares de EE.UU.)	1.266	1.474	2.019	2.564

¹Se excluyen las reservas del Fondo Latinoamericano de Reservas y se incluyen los requerimientos de activos líquidos sobre el exterior.
Datos: Autoridades de Bolivia y estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

Indonesia: Acelerar las reformas para combatir la pobreza y el desempleo

Pese a los estragos de terremotos y tsunamis, la economía de Indonesia ha dado pasos firmes en los últimos años y el crecimiento en 2005 fue el más fuerte de nueve años. La vulnerabilidad macroeconómica disminuyó gracias a la continua reducción de la deuda pública, los mejores resultados de los bancos y la menor vulnerabilidad de las empresas. La acertada gestión macroeconómica ayudó a devolver credibilidad a las políticas y generó ingentes entradas de capital, que elevaron las reservas a niveles inéditos y permitieron efectuar reembolsos (parciales) anticipados al FMI en junio de 2006.

A comienzos de 2006 el crecimiento se frenó debido a las alzas internas de los combustibles y las tasas de interés, introducidas el año anterior para ayudar a restaurar la confianza en el mercado. No obstante, con la inflación a la baja, se espera un descenso de

las tasas de interés y, en parte debido al repunte previsto del gasto público, un aumento del crecimiento del PIB a 5,2% en 2006. Pero persisten los riesgos en contra: una nueva contracción de los mercados financieros mundiales podría impedir la baja prevista de las tasas de interés internas, y un alza del crudo podría ser perjudicial para el presupuesto, el crecimiento y la inflación.

Los directores aplaudieron la prudencia del Banco de Indonesia al reducir las tasas de interés y coincidieron en que toda reducción ulterior debe depender de la coyuntura mundial de los mercados financieros. Elogiaron los esfuerzos por mejorar la transparencia del gasto público sin descuidar la buena ejecución del presupuesto, así como los planes para abordar la vulnerabilidad de los bancos y reforzar la intermediación financiera en el marco de una reforma del sector financiero. En concreto, destacaron la importancia de resolver la situación de los dos bancos estatales más grandes, cuyas carteras en mora se dispararon en el último año y cuya gestión de gobierno es aún deficiente.

Se insistió en que, a futuro, el desafío clave será fomentar el crecimiento económico para facilitar la reducción de la pobreza y del desempleo. Así, los directores felicitaron a las autoridades por el notable programa de reforma estructural, pero señalaron que su debida ejecución será crucial para fortalecer la confianza de los inversionistas y estimular el crecimiento basado en el sector privado. ■

Indonesia	2003	2004	2005	Proy. 2006
PIB real (variación porcentual)	4,8	5,1	5,6	5,2
Precios al consumidor (variación porcentual; fin del período)	5,2	6,4	17,1	7,0
Reservas brutas (miles de millones de dólares de EE.UU.; fin del período)	36,3	36,3	34,7	40,8
Deuda externa total (porcentaje del PIB; fin del período)	57,7	54,0	47,6	39,0

Datos: Autoridades de Indonesia y estimaciones del personal técnico del FMI.

Para mayor información, sírvase consultar las notas de información al público Nos. 06/77 (Bolivia) y 06/91 (Indonesia) en www.imf.org.

Asia avanza, pero la próxima etapa podría ser la más difícil

Merced a un crecimiento espectacular en los últimos 35 años, el ingreso per cápita en la mayoría de las economías de Asia se aproxima al de los países avanzados, pero para dar el paso definitivo habrá que atacar las tasas de pobreza aún altas en ciertos países y afianzar los incrementos continuos de la productividad. En la edición de septiembre de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial* se evalúan estos importantes logros y los pasos cruciales que siguen.

Desde 1970, el producto per cápita creció en promedio un 4% cada año en las 18 economías analizadas (véase el recuadro). Según el estudio, en la mayoría de estos países el motor del crecimiento fue la rápida acumulación de capital físico y humano (véase el gráfico inferior) y los rápidos aumentos de la productividad total de los factores, hechos que se atribuyen a un sólido marco general de políticas.

Un largo camino por recorrer

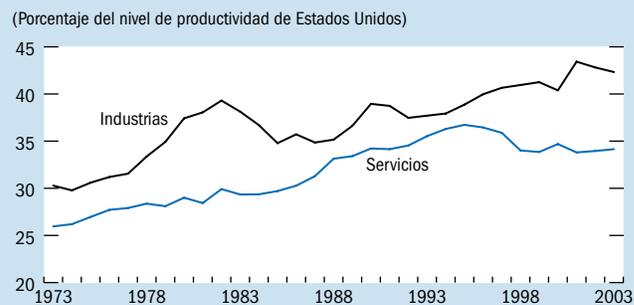
No obstante, para elevar los ingresos per cápita a niveles avanzados habrá que llevar a cabo medidas de gran envergadura en varios frentes, entre las que se destacan:

- **Estimular la productividad.** En lo industrial, la productividad de los países asiáticos sigue aproximándose a la de las economías avanzadas, pero esta tendencia se ha detenido en el caso de los servicios (véase el gráfico de la derecha). Para fomentar la competencia y el crecimiento de la productividad en el importante sector de los servicios, los países asiáticos tienen que eliminar todas las barreras de ingreso, simplificar las reglamentaciones y fortalecer el capital humano.

- **Reducir el superávit de mano de obra rural.** Muchos países asiáticos tienen gran potencial para trasladar el exceso de mano de obra agrícola a la industria y los servicios. Desde 1970, esta transi-

Hay margen para mejorar

Pese a haber subido, los niveles de productividad de Asia aún distan mucho de los de Estados Unidos.



Nota: Los datos se expresan en función de la paridad del poder adquisitivo. Datos: Estimaciones del personal técnico del FMI.

ción explica alrededor de un cuarto del acercamiento de la productividad de Asia a los niveles de Estados Unidos. Empero, el porcentaje de empleo en el sector agrícola sigue siendo elevado en la mayoría de los países en desarrollo de Asia. Afortunadamente, las mismas medidas que tienden a estimular el aumento de la productividad en la industria y los servicios también ayudarán a los países a transformar sus economías y reducir la pobreza rural. Estas reformas básicas implican una mayor liberalización del comercio, la ampliación y profundización de los sistemas financieros, el fortalecimiento del capital humano y la solución de las deficiencias generales en infraestructura, así como la promoción de la flexibilidad de los mercados laborales y la creación de redes de protección social.

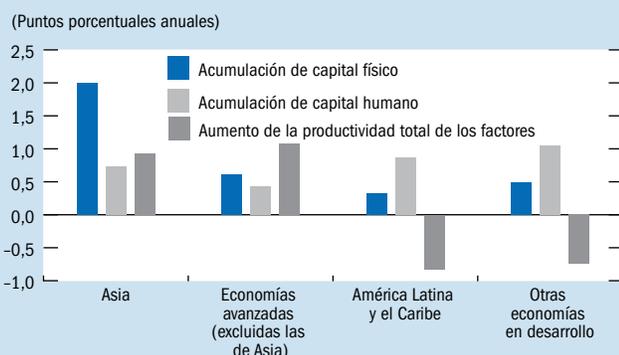
Receta para crecer

Mientras que en Asia el crecimiento medio anual desde 1970 ha sido igual al 4%, en el resto de los países en desarrollo ha sido un magro 1%. Esta diferencia puede dejar importantes enseñanzas a los países de desarrollo tardío, tanto en Asia como en el resto del mundo. Concretamente, según el estudio, la experiencia de Asia indica que la estabilidad de los marcos macroeconómicos, la apertura comercial, la solidez de las instituciones y el desarrollo de los sistemas financieros son ingredientes vitales para un crecimiento fuerte y sostenido. ■

Florence Jaumotte y Nikola Spatafora
FMI, Departamento de Estudios

Aumenta la productividad

Los marcados aumentos de la productividad de la mano de obra han impulsado el rápido desarrollo de Asia.



Datos: Estimaciones del personal técnico del FMI.

El estudio se basa en datos de 18 economías: Bangladesh, Camboya, China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Japón, Malasia, Myanmar, Pakistán, la RAE de Hong Kong, la República Democrática Popular Lao, Singapur, Sri Lanka, Tailandia, la provincia china de Taiwan y Vietnam.

Véase el texto completo de los capítulos analíticos de la edición de septiembre de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial* en www.imf.org.

¿El fin del boom de los productos básicos no combustibles?

El estallido de los precios de muchos productos básicos ha avivado el debate sobre sus causas y su sostenibilidad. La última edición de *Perspectivas de la economía mundial* examina la situación y concluye que los precios medios retrocederán.

Entre los productos básicos no combustibles, el alza más grande es la de los precios de los metales: en julio de este año, superaban en un 180% en términos reales su valor medio de 2002; el precio real del petróleo, en comparación, subió un 157% (véase el gráfico). Del boom, nadie duda, pero de las causas, sí.

El precio de la creciente demanda

El análisis de *Perspectivas de la economía mundial* coincide con la opinión de que el factor que impulsa los precios de los metales es la rápida expansión de la demanda, sobre todo de China. Sencillamente, la demanda supera el ritmo de crecimiento que podría alcanzar la oferta. Por ejemplo, el consumo de aluminio subió un 7,6% por año en 2002–05, frente al 3,8% de la década anterior. Como la gestación de la inversión toma tiempo, un aumento inesperado de la demanda puede hacer saltar los precios.

Según el estudio, China originó alrededor de la mitad del incremento del consumo mundial neto de los principales metales (aluminio, cobre y acero) en los últimos cuatro años. Pero la demanda china encaja bien con las variables económicas fundamentales: el actual consumo per cápita de metales es parecido al de Corea y Japón al inicio de su desarrollo. Se prevé que China conservará un papel protagónico en los mercados de productos básicos gracias a su rápido crecimiento y su creciente importancia en la economía mundial.

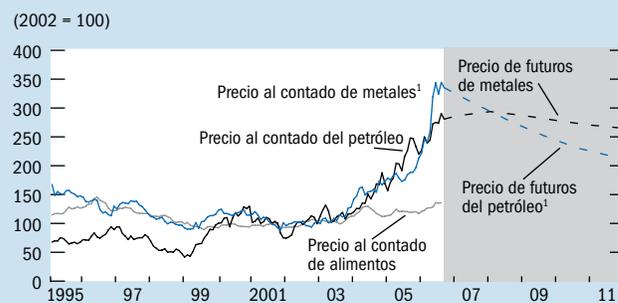
Los precios de los alimentos y otros productos básicos no combustibles han sido mucho menos sensibles al vigoroso crecimiento mundial. El consumo de productos básicos agrícolas ha aumentado menos que el de los metales y la oferta agrícola ha respondido mucho más rápido a los vaivenes de los precios.

Por otro lado, el estudio indica que si bien es cierto que la inversión especulativa en los mercados de futuros sobre productos básicos subió mucho en estos últimos años, los inversionistas financieros han tomado posiciones cortas y largas que en la práctica neutralizan la fluctuación de precios.

Las estadísticas tampoco hacen pensar que las posiciones especulativas netas hagan variar los precios al contado; de hecho, los inversionistas aparentemente siguen las tendencias de los precios, no las crean. Por ejemplo, en el mercado del cobre las posiciones especulativas netas disminuyeron cuando los precios se dispararon este año.

Altibajos de los precios

Los precios de los metales se han disparado últimamente, pero es probable que retrocedan mucho en los próximos años.



¿Qué depara el futuro?

Según el modelo del estudio, los precios de los metales están por encima de un nivel sustentable, aun si cambian las condiciones de crecimiento mundial, ampliación de la capacidad productiva y sensibilidad de los precios a la oferta y la demanda. De hecho, en la hipótesis básica, los precios reales del aluminio y del cobre bajarán 33% y 57%, respectivamente, para 2010.

Los precios de los metales suelen converger con los costos de producción a mediano plazo, y hoy los superan: la relación precio de mercado/costo de producción de los principales metales es de $1\frac{1}{2}$ – $2\frac{3}{4}$. Los mercados de futuros también apuntan a un abaratamiento paulatino de la mayoría de los metales durante el próximo quinquenio.

En cuanto a los alimentos y otros productos básicos agrícolas, los precios reales probablemente seguirán bajando a largo plazo, conforme los avances tecnológicos compensen el costo creciente de los insumos. Quizá permanezcan ajenos a esta tendencia los productos con precios estrechamente vinculados a la energía, como el azúcar y el maíz (utilizados en la producción de etanol para vehículos con motor bicomcombustible) y el caucho natural.

Por último, los países exportadores deben recordar que este boom es pasajero: por el bienestar a largo plazo de sus economías, deben ahorrar gran parte de este volumen excepcional de ingresos o destinarlo a estimular el crecimiento futuro de sectores ajenos al ámbito de los productos básicos. ■

Martin Sommer

FMI, Departamento de Estudios

Los mercados de capitales capean el temporal, pero hay riesgos

Según la nueva edición de *Global Financial Stability Report* del FMI, el crecimiento sostenido y el control de la inflación beneficiarán al sistema financiero mundial, pero las previsiones podrían no cumplirse. El informe advierte sobre posibles correcciones de mercado, producto de una mayor inflación y restricción monetaria, del encarecimiento del petróleo, de una caída mayor de la esperada en el mercado de la vivienda de Estados Unidos, o de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Fenómenos como la concentración de posiciones y la falta de liquidez en el mercado secundario de algunos productos de crédito estructurados, podrían agravar la situación. Asimismo, el informe resalta el rápido aumento del crédito a particulares en muchos países emergentes, lo que podría afectar a hogares y bancos, especialmente por falta de gestión del riesgo e infraestructura prudencial adecuadas.

Durante mayo y junio los precios se retrocedieron y la volatilidad aumentó en los mercados financieros, pero la corrección fue pasajera. En lugar de reevaluar los parámetros fundamentales, los inversionistas ajustaron sus posiciones de riesgo en respuesta al aumento de tasas.

El buen desempeño reciente de la economía mundial y de los mercados financieros internacionales es atribuible, en gran medida, a las bajas tasas de interés. En muchos países, las empresas y entidades financieras han sido muy rentables, con balances sólidos y abundante liquidez. Muchos países emergentes mejoraron su situación fiscal, acumularon reservas y fortalecieron la estructura de su deuda pública.

Cómo afrontar los riesgos

Según el informe, la reciente turbulencia debe recordar a las autoridades que es necesario reforzar las políticas macroeconómicas y realizar reformas estructurales para reducir la vulnerabilidad. Asimismo, los participantes del mercado deben intensificar la gestión del riesgo, y los supervisores financieros tienen que mejorar la infraestructura para que las correcciones no tengan repercusiones excesivas. Los países emergentes que dependen demasiado del financiamiento externo deben reducir la vulnerabilidad y promover reformas para sostener su actual crecimiento.

Las autoridades, los participantes del mercado y los supervisores deben estar más alerta ante los posibles riesgos:

Desaceleración del crecimiento. Las proyecciones indican que continuará el fuerte crecimiento mundial, pero que hay riesgos en contra, y que un crecimiento menor del esperado podría tener efectos negativos en los mercados financieros. En particular, una desaceleración rápida del aumento de los precios de la vivienda podría aumentar la carga financiera de los hogares muy endeuda-

dos en muchos países, lo cual perjudicaría el consumo personal y los mercados de activos.

Tasas de interés y primas de riesgo. El fuerte crecimiento mundial sostenido absorbió la capacidad excedente, con aumentos leves de la inflación en Estados Unidos y Europa. De agravarse esta presión inflacionaria, se podría subir la tasa de intervención, pero dificultando el cumplimiento de las previsiones (véase el gráfico en esta página). En los últimos años, las expectativas de inflación en general fueron acotadas y, pese al incremento de las expectativas de inflación a largo plazo en Estados Unidos, las primas no han aumentado. No obstante, si aumentan las primas de riesgo por inflación futura, los mercados de activos podrían verse presionados. Los shocks de oferta y las tensiones geopolíticas podrían hacer retroceder a los inversionistas, forzar un alza de las primas de riesgo y deteriorar la confianza empresarial y del consumidor. Los diferenciales soberanos y de empresas podrían aumentar dada su vinculación con la volatilidad. La revalorización del riesgo de crédito podría verse magnificada por la falta de liquidez del mercado secundario de ciertos productos estructurados, que han ganado popularidad y han sido útiles para disipar el riesgo de crédito. Se recomienda supervisar rigurosamente las prácticas de gestión del riesgo de las operaciones de los bancos y de los fondos especulativos.

Ajuste desordenado del dólar. Para el mercado, el ajuste del dólar tenderá a ser limitado y ordenado. Los tipos de cambio bilaterales a plazo apuntan a que el tipo de cambio efectivo real del dólar se mantendrá relativamente estable, con la apreciación de las monedas asiáticas a mediano plazo y el debilitamiento de las monedas no asiáticas. El ajuste será gradual y ordenado en la medida en que se aplique un marco de políticas creíble para resolver los desequilibrios mundiales a mediano plazo. En el informe

Menos liquidez

La experiencia indica que la volatilidad puede aumentar conforme disminuye la liquidez.



¹Incluye la base monetaria de Estados Unidos y las reservas extranjeras oficiales en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, anticipadas a 12 meses.

²El índice VIX mide la volatilidad implícita de las opciones de los índices bursátiles. Se expresa en puntos porcentuales y denota las expectativas del mercado con respecto a la volatilidad anualizada de los siguientes 30 días. Datos: Bloomberg L.P.; y estimaciones del personal técnico del FMI.

se indica que si bien la profundidad, la liquidez y la amplitud de los mercados financieros de Estados Unidos contribuyeron a atraer capitales —y los consiguientes desequilibrios financieros— esta ventaja puede debilitarse con el tiempo, conforme crezcan las tenencias de activos estadounidenses en carteras extranjeras y los mercados mundiales. Por otra parte, la tendencia general a la liberalización de las salidas de capitales privados y a la diversificación de las reservas oficiales, especialmente en Asia, debería ayudar a suavizar el ajuste.

Presiones en los mercados emergentes. Pese a la reciente turbulencia, los capitales privados con destino a mercados emergentes, incluida la inversión extranjera directa, mantuvieron su solidez en el primer semestre de 2006. El *GFSR* prevé que esta tendencia continuará en los próximos meses, pero advierte sobre un cambio en su composición, debido a los recientes auges crediticios y al aumento de los déficits en cuenta corriente de algunos países. Por ende, los flujos de deuda privada aumentaron, mientras que los flujos de deuda pública disminuyeron.

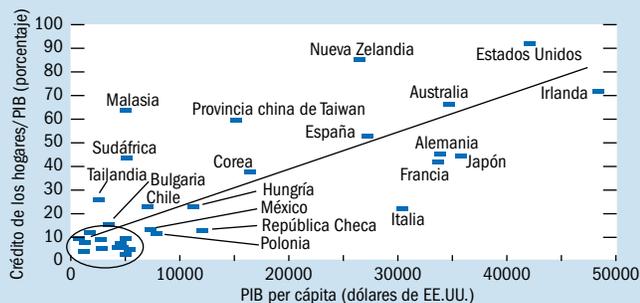
Aumenta el crédito a los hogares

En muchos países emergentes, el crédito a los hogares crece con rapidez, si bien parte de una base baja. Las ventajas de este crecimiento suelen ser un mejor acceso al crédito que reduce la volatilidad del consumo personal, mejores oportunidades de inversión, menores limitaciones sobre las pequeñas empresas y diversificación de los activos del sector financiero y de los hogares. Sin embargo, si la gestión del riesgo y la infraestructura prudencial son deficientes, el rápido crecimiento del crédito puede debilitar los balances de los hogares, propiciar la sobrevaloración de activos e introducir factores de vulnerabilidad en los sistemas financieros.

Según el *GFSR*, el crédito a los hogares en países emergentes tiene las siguientes características:

Se cierra la brecha

El afianzamiento de los préstamos bancarios y la reestructuración de las carteras de activos impulsaron el crecimiento del crédito a los hogares en los países de mercados emergentes.



Nota: El grupo de países en el círculo son Argentina, Brasil, China, Colombia, Filipinas, India, Indonesia, Perú, Rumania, Rusia, Turquía y Venezuela.
 Datos: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* de septiembre de 2006; y cálculos del personal técnico del FMI basados en datos de las autoridades nacionales; y CEIC.

Nivel y tasa de crecimiento. Este tipo de crédito representa en promedio un 18% del PIB, con variaciones considerables de un país a otros (véase el gráfico en la página siguiente). La reestructuración de los activos bancarios y los modelos comerciales tras las crisis financieras de fines de los años noventa han alentado la expansión del crédito. En los períodos posteriores a las crisis en varios países asiáticos y latinoamericanos, los bancos han prestado más a los hogares que las empresas.

Composición y estructura. En promedio, el crédito para la vivienda como proporción del crédito a particulares es menor en los países de mercados emergentes que en los mercados maduros, debido a las tasas de interés más altas y volátiles, y a deficiencias del marco jurídico para la ejecución de hipotecas. Los préstamos personales suelen concederse a tasa fija, mientras que los hipotecarios pueden tener tasa fija o variable. Si bien cada vez son más comunes los plazos más largos de las hipotecas, en muchos países la tendencia sigue siendo a corto plazo, pese a las expectativas de inflación moderada.

Proveedores. Los bancos son los principales proveedores de crédito a los hogares. Los bancos extranjeros tuvieron una participación importante en el crecimiento de ese crédito, pero debido a ciertas restricciones se concentraron en el mercado de tarjetas de crédito y préstamos personales. Las instituciones de préstamo patrocinadas por el gobierno, particularmente en el mercado de la vivienda, compiten cada vez más con los bancos comerciales. En muchos países, las únicas fuentes de crédito a los hogares son las empresas financieras no bancarias y, en menor medida, el sector de crédito informal.

Las políticas sólidas pueden reducir el riesgo

El crédito a los hogares en mercados emergentes creció durante un período de tasas bajas en los mercados maduros y en descenso en los mercados emergentes. De revertirse estas tendencias, el deterioro de los balances en los hogares podría debilitar a los sectores financieros, deprimir los precios inmobiliarios y frenar el consumo. El exceso de préstamos hipotecarios podría aumentar la vulnerabilidad inherente de los mercados inmobiliarios frente a los altibajos y los ciclos del sistema bancario.

Es posible reducir los riesgos del rápido crecimiento del crédito con políticas macroeconómicas sólidas, reglas prudenciales adecuadas y una mejor capacidad para evaluar y evitar la vulnerabilidad. Un paso clave es mejorar la disponibilidad de información, especialmente sobre acumulación de crédito y el riesgo cambiario en las carteras de crédito de los hogares en todos los niveles. ■

Ina Kota

FMI, Departamento de Relaciones Externas

Pueden adquirirse ejemplares, de la edición de septiembre de 2006 de *Global Financial Stability Report* al precio de US\$54 (US\$51 para catedráticos y universitarios). El texto completo, en inglés, puede consultarse en www.imf.org.

Zona del euro: Afianzar la recuperación con más reformas

Finalmente ha comenzado una fuerte recuperación económica en la zona del euro. Pero el débil crecimiento de la productividad y la baja utilización del trabajo no son una buena señal para la capacidad de Europa de enfrentar el problema del envejecimiento poblacional. Solo a través de un esfuerzo coordinado de reforma, especialmente diseñado para impulsar la productividad deprimida, se podrá efectuar la transición a un crecimiento más rápido, pero sostenible.

Tras varios intentos fallidos, la tan esperada recuperación de la zona del euro finalmente ha llegado (véase el gráfico). Este año el crecimiento real del PIB debería ser cercano al 2½% o mayor. Pero la buena noticia se ve atenuada por un débil panorama del mercado laboral y un crecimiento aún lento de la productividad, lo que podría refrenar la demanda interna. Además, en 2007 se acentuarán los riesgos para el crecimiento: lento crecimiento global, desequilibrios mundiales sin resolver y la apreciación del euro relacionada, persistencia de los altos precios del petróleo y huida del riesgo de los mercados de capital.

La actual recuperación tiene repercusiones para la política monetaria. Una tendencia persistente de la inflación global a permanecer sobre el objetivo de inflación del Banco Central Europeo (BCE), “cerca, pero debajo del 2%”, ha instado al banco central a aumentar las tasas de interés oficiales después de haberlas mantenido por dos años y medio. Ahora la tasa clave del BCE alcanza el 3% y los mercados esperan otros 50 puntos base más antes de fin de año. Se proyecta que la inflación global se mantenga sobre el objetivo, siendo probable que requiera una contracción adicional si la expansión continúa según lo esperado. Pero se requiere cautela, dados los riesgos

para el crecimiento y dado que las presiones inflacionarias subyacentes aún están bien contenidas.

Precario panorama a largo plazo

Al margen de la actual recuperación cíclica, en la zona persiste un problema de crecimiento a largo plazo. El exiguo crecimiento, arraigado en el bajo aumento de la productividad y en el uso insuficiente del trabajo, y amenazado además por el inminente shock demográfico, ofrece pocas posibilidades de igualar los niveles de vida de Estados Unidos. Por cierto, el crecimiento del empleo durante la década pasada ha sido relativamente sólido y equivalente al de Estados Unidos (y lo excede en la creación de empleos en el sector privado). Pero el crecimiento de la productividad se ha desacelerado significativamente, y en Estados Unidos aumentó en los primeros años de esta década (véase el gráfico de la página siguiente).

Parte del deficiente crecimiento de la productividad se explica por el éxito de Europa en moderar los costos laborales y adoptar reformas que estimulan la producción intensiva en mano de obra. Pero también se relaciona con los altos costos de la rotación laboral y la poca competencia en los mercados de productos y servicios. Recientes estudios indican una correlación positiva entre desregulación y crecimiento de la productividad. Esta correlación es bien evidente en sectores que ya han aplicado cierta liberalización, como telecomunicaciones y transportes, pero en otros, como el comercio mayorista y minorista, y el sector financiero, la desregulación se ha retrasado.

Estrategia para el crecimiento

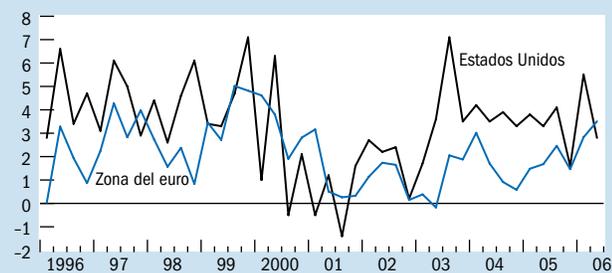
La zona del euro necesita impulsar tanto la productividad como el empleo. Los estudios del FMI sugieren que comenzar por el ajuste fiscal, junto con mercados de trabajo y de productos más flexibles, permitirían una moderación salarial que redundaría en empleos más que en rentas (utilidades de especuladores que aprovechan información interna, dada la poca competencia).

En general, los programas de reforma nacional, basados en la renovada Agenda de Lisboa (el plan maestro de la Unión Europea para mejorar la competencia) ofrecen nuevas esperanzas para una reforma estructural. Pero los países siguen eludiendo las decisiones difíciles, en particular, aquellas que tendrían el mayor potencial de retribución. Por ejemplo, están concentrados en políticas activas del mercado laboral y menores impuestos al trabajo, en lugar de reformar la más controvertida legislación de protección al empleo. De manera similar, se han mostrado mucho más ansiosos por aumentar el gasto en investigación y desarrollo que en superar las barreras para mercados más abiertos y competitivos.

Finalmente, un punto de inflexión

Tras años de estar a la zaga de Estados Unidos, la zona del euro empieza a recuperarse.

(Variación porcentual trimestral del crecimiento del PIB real, anualizada)



Datos: *Perspectivas de la economía mundial*, septiembre de 2006.

Más competencia

La reforma del sector de servicios, donde las rentas (dada la poca competencia) aún son elevadas, debería ser prioritaria. Los servicios representan cerca de dos tercios del PIB de la Unión Europea, pero actualmente se negocia menos del 8% a través de las fronteras. Tras mucha controversia, finalmente se adoptó una nueva directriz (preparada por la Comisión Europea, y respaldada por los Estados miembros, para liberalizar el comercio en los servicios). Se trata de un comienzo prometedor aun cuando se abandonó el principio de país de origen, que habría permitido a un proveedor de servicios observar las normas de su país de proveniencia para operar en otro sin tener que aplicar también las normas de ese país, y aun cuando se excluyeron los servicios proporcionados por profesionales.

Dado el inminente inicio del rápido envejecimiento en Europa, el ajuste fiscal es más importante que nunca. Las estimaciones recientes sugieren que el gasto público aumentará en un 3¾% del PIB hasta 2025, e incluso más. Por lo tanto, sería conveniente que los países intentaran lograr presupuestos estructuralmente equilibrados antes de 2010.

Luego de la reforma de 2005, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento está recuperando cierta influencia sobre las políticas fiscales nacionales, pero Europa aún necesita superar la tentación de relajar la política fiscal durante los buenos tiempos. Pueden ser útiles mejores mecanismos de gobernabilidad, como los comités fiscales independientes que, a instancias de los parlamentos nacionales, supervisan los acontecimientos y ofrecen asesoría imparcial.

El sector financiero explica casi la mitad de la brecha del crecimiento de la productividad entre la zona del euro y Estados Unidos.

Deben prevalecer las prácticas óptimas

El crecimiento de la productividad se puede estimular, en parte, reduciendo gradualmente las barreras que quedan para la integración del sector financiero. Las estimaciones sugieren que este sector explica casi la mitad de la brecha del crecimiento de la productividad entre la zona del euro y Estados Unidos.

Aunque se ha logrado cierta integración en virtud del plan de acción de los servicios financieros de la Unión Europea, aún existen varios factores que impiden el desarrollo de los mercados de capital. Estos incluyen los pagos fragmentados, los sistemas de compensación y liquidación, los procedimientos impositivos divergentes, las normas de protección al consumidor y la ley de contratos. Frecuentemente, intereses especiales han logrado captar las iniciativas legislativas, haciendo que la integración se acercara más a una colección de prácticas nacionales que a prácticas óptimas.

La naturaleza segmentada del marco supervisor se opone cada vez más a la índole cambiante del riesgo financiero. Los problemas de coordinación entre los supervisores internos y del país anfitrión se agudizan con las diferencias legales y normativas y con los distintos incentivos, lo que dificulta la identificación oportuna de riesgos y la formulación de la mejor respuesta de política.

Los últimos pasos para optimizar la supervisión del sector financiero requieren apoyo y rapidez en su implementación. Europa primero debe concentrarse en mejorar los flujos de información entre supervisores, incluido el establecimiento de una base central con información actualizada sobre las instituciones financieras que tienen importancia sistémica. Tal base serviría de plataforma para la coordinación ante una crisis. Esencialmente, la postergación de las decisiones políticas sobre temas clave, como la naturaleza y magnitud de las ayudas fiscales tras una crisis, sigue dilatando la integración.

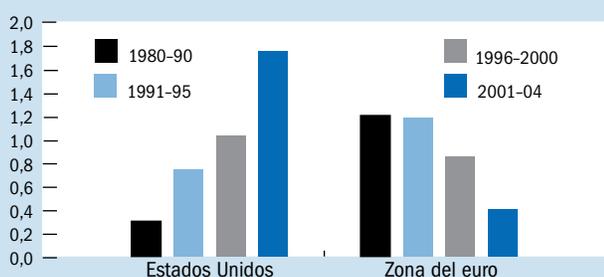
Las noticias económicas de la zona del euro sugieren que la recuperación está presente, pero para que continúe, se necesitarán medidas que varían desde la política fiscal y la legislación laboral hasta la integración del sector financiero. Una reforma significativa en los sectores de productos y servicios —incluido el importante sector financiero— aportaría nueva energía, con lo que la zona tendría la oportunidad de igualar los niveles de vida de Estados Unidos.

Anthony Annett
FMI, Departamento de Europa

La prioridad: Mayor productividad

El aumento de la productividad en la zona del euro, según la productividad total de los factores, aún no es igual al de Estados Unidos.

(Porcentaje)



¹La zona del euro comprende: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos y Portugal.
Datos: IMF Country Report No. 06/287, Euro Area: 2006 Article IV Consultation.

Pueden adquirirse ejemplares de *Euro Area: 2006 Article IV Consultation*, (IMF Country Report No. 06/287) al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la página 272. El texto completo, en inglés, puede consultarse en www.imf.org.

Estados Unidos: Entran capitales pese a menores rendimientos

Frente a un máximo histórico del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos, crece la preocupación sobre la duración de las condiciones favorables y la forma en que, finalmente, se producirá el ajuste externo. En vista de la creciente globalización, la forma en que se produzca el ajuste repercutirá en el resto del mundo y en Estados Unidos. Un reciente documento de trabajo del FMI analiza en detalle las razones por las que los activos estadounidenses han mantenido su atractivo, y las implicaciones a la hora de resolver los desequilibrios mundiales.

El déficit en cuenta corriente de Estados Unidos creció a un ritmo constante desde principios de los años noventa y alcanzó un máximo histórico de 6,5% del PIB en 2005. Aunque el déficit se financió sin grandes presiones sobre las tasas de interés, muchos analistas y responsables de políticas han advertido que el rumbo actual de los pasivos externos netos es insostenible, y sugieren que la preferencia del mercado por los activos en dólares podría deteriorarse considerablemente.

Economistas destacados como Olivier Blanchard y Paul Krugman sugirieron que, para alcanzar una posición sostenible en cuenta corriente, será necesaria una depreciación real del dólar de 2%–4% por año en el mediano plazo. Sin embargo, las tasas de interés no han subido un 2%–4% más que en otras regiones industrializadas importantes, lo que significa que los inversionistas están aceptando primas de riesgo bajas o negativas. ¿Es esto irracional? Y, en todo caso, ¿será necesario que el dólar se deprecie más rápido de lo previsto por los mercados, para que la posición de activos externos netos sea sostenible?

Rendimientos más bajos

La prima de riesgo sobre el dólar se define como la diferencia entre las tasas de interés a uno o dos años de activos en dólares y las tasas de activos con iguales vencimientos en otras monedas, ajustadas en función de las previsiones de consenso sobre la paridad cambiaria. Una prima de riesgo negativa significa que el inversionista acepta una rentabilidad esperada menor en activos en dólares que en activos en otras monedas. Las primas de riesgo de activos en dólares en relación con otras monedas también se utilizan en el cálculo de la prima de riesgo mundial.

Los autores comprueban que las primas de riesgo sobre el dólar han tendido a ser negativas en los últimos años, lo que posiblemente refleje la profundidad, liquidez, capacidad de innovación y fuerte protección de los inversionistas en los mercados financieros estadounidenses. Las variaciones en

las primas de riesgo generalmente reflejan mudanzas en los tipos de cambio esperados. No obstante, en los últimos años, la economía de Estados Unidos ha mostrado un extraordinario incremento y posterior desarticulación del estímulo monetario (véase el gráfico). En relación con el yen y el euro, las primas muestran grandes fluctuaciones; en particular, la prima de riesgo sobre el dólar frente al euro disminuyó aproximadamente a –10% en 2000, y hoy se halla cercana a cero. La prima de riesgo sobre el dólar frente al yen ha tendido a ser positiva, pero en años recientes ha pasado a territorio negativo, en consonancia con estudios que indican que la preferencia de los inversionistas japoneses por activos locales antes que extranjeros está disminuyendo respecto de los altos niveles del pasado.

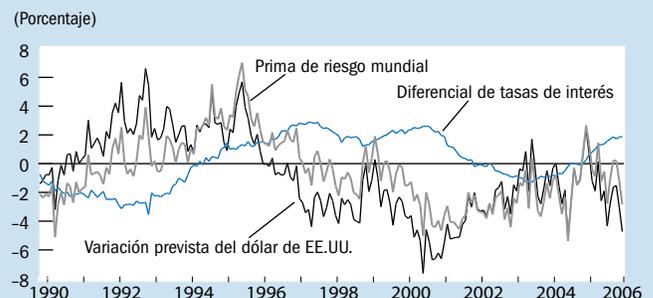
Primas de riesgo negativas, más entrada de capitales

La información del Sistema de capitales internacionales del Tesoro de Estados Unidos revela una mayor inversión de capitales procedentes de la zona del euro, Japón y economías emergentes de Asia en activos de renta fija. Los inversionistas europeos se volcaron principalmente hacia bonos de empresas y acciones, y los inversionistas de Japón y países emergentes de Asia, hacia los bonos del Tesoro estadounidense.

La persistencia de la entrada de capitales —y sus máximos históricos— a pesar de las primas de riesgo negativas (ver el gráfico de la página siguiente) sugiere que otros factores contribuyeron a apartar los capitales de los diferenciales de tasas de interés de la deuda pública y de las variaciones esperadas del tipo de cambio. Al profundizar la investigación, los auto-

Signos negativos

Las expectativas de una depreciación del dólar desde finales de los años noventa se han traducido en primas negativas de riesgo.



Nota: La prima de riesgo mundial, la tasa de interés y la variación prevista son promedios, ponderados en función del comercio exterior, de los indicadores bilaterales de la libra esterlina, el dólar canadiense, el euro y el yen japonés. Datos: Previsiones consensuadas y estimaciones del personal técnico del FMI.

res descubren que las primas de riesgo no parecen guardar relación con factores macroeconómicos como los indicadores de sostenibilidad de la deuda y los diferenciales de crecimiento económico entre Estados Unidos y otros países.

Por otra parte, las diferencias regionales en la avidez de riesgo, y las secuelas de la crisis asiática, parecen haber tenido efectos mensurables sobre la confianza en el dólar. La mayor avidez de riesgo en el Reino Unido y la zona del euro —manifiesta en la preferencia por los bonos de empresas en desmedro de los títulos del Tesoro de Estados Unidos— ha coincidido con la disminución de las primas de riesgo sobre el dólar.

Las relaciones parecen adecuarse mejor al euro que al yen, según surge de otros estudios sobre el papel de los flujos de capital en las ecuaciones del tipo de cambio. Una posible explicación es que, dada la fragilidad del sistema financiero japonés, los bancos y las compañías de seguros posiblemente hayan centrado más atención en sus bases de capital que en las tasas de rentabilidad. Esto puede haberse exacerbado debido a los impedimentos estructurales a la salida de capitales de cartera, generando un alto sesgo hacia los activos nacionales. Un dato tranquilizador es que algunos de estos impedimentos se han eliminado y el sesgo localista está disminuyendo en Japón.

Atractivo de los activos estadounidenses

Las primas de riesgo negativas sobre el dólar con niveles históricos de entrada de capitales podrían indicar que los

inversionistas se inclinan por los activos estadounidenses por razones estructurales, entre otras. Según algunos analistas y responsables de políticas, una posibilidad es que los mercados hayan adoptado una actitud irracional invirtiendo en activos estadounidenses a pesar de las rentabilidades negativas esperadas, a raíz de las expectativas reinantes respecto de las tasas de interés y el tipo de cambio. El estudio propone otra explicación: que la crisis financiera de Asia generó una

gran masa de ahorros en busca de oportunidades de inversión con poco riesgo. La liquidez, profundidad, e innovación de los mercados financieros de Estados Unidos, sumadas a la fuerte protección de los inversionistas, sacaron esa necesidad. Esas fortalezas también pueden explicar el continuo atractivo de dichos mercados para inversionistas europeos que, por el contrario, buscaban oportunidades de inversión más riesgosas.

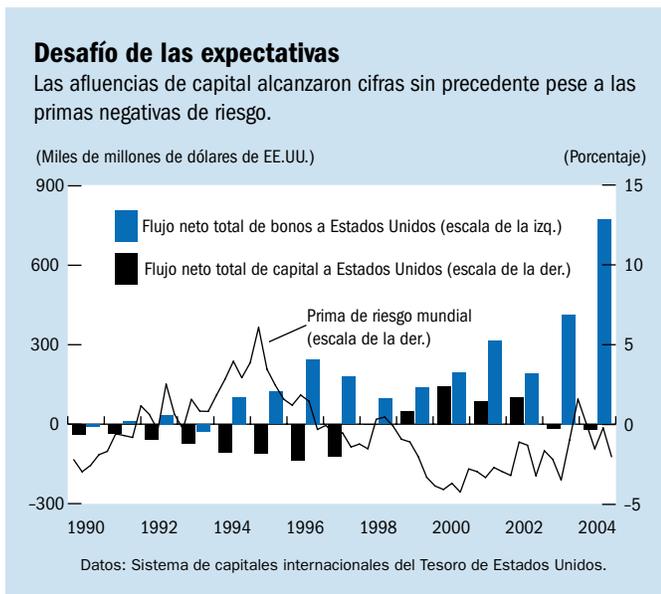
La crisis financiera de Asia generó una gran masa de ahorros en busca de oportunidades de inversión con poco riesgo.

Ajuste externo: ¿ordenado o desordenado?

En los escenarios de ajuste adversos, el riesgo es que los inversionistas extranjeros compren menos bonos del Tesoro estadounidense, a menos que las primas de riesgo sobre el dólar suban significativamente, lo que provocaría una depreciación del dólar y un aumento de las tasas de interés relativas de Estados Unidos. En particular, podrían disminuir los flujos de capitales oficiales hacia bonos del Tesoro, a medida que algunos bancos centrales de mercados emergentes importantes alcanzan los niveles de reservas deseados.

La función del dólar como moneda de reserva y el atractivo del sistema financiero de Estados Unidos podrían atenuar estos riesgos. Para ello, los mercados financieros deberán seguir innovando a fin de conservar la ventaja sobre otros mercados. Un escenario ordenado donde se resuelvan los desequilibrios mundiales sería posible si mejoran las perspectivas económicas y aumenta la avidez de riesgo en otras regiones, lo que alimentaría la demanda de activos estadounidenses de mayor riesgo; por otra parte, la disminución continua del sesgo localista japonés permitiría la salida de grandes flujos de capitales de cartera hacia Estados Unidos. ■

Ravi Balakrishnan y Volodymyr Tulin
FMI, Departamento del Hemisferio Occidental



Este artículo se basa en el documento "U.S. Dollar Risk Premiums and Capital Flows" (IMF Working Paper No. 06/160). Pueden adquirirse ejemplares al precio de U\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la página 272. El texto completo, en inglés, puede consultarse en www.imf.org.

Singapur recibe a los visitantes con una sonrisa

Las Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial que se realizarán en Singapur del 14 al 20 de septiembre serán el mayor acontecimiento internacional organizado por ese país. Para garantizar su éxito, el gobierno y los cuatro millones de habitantes de la ciudad-estado están tirando la casa por la ventana. No es solo cuestión de brindar el espacio, acceso a Internet, teléfonos y aire acondicionado a aproximadamente 16.000 participantes, sino también de exhibir los famosos restaurantes y la nueva cultura de servicio del país.



El renovado centro de convenciones y exhibiciones cuenta con 1.000 oficinas temporales que se usarán en las Reuniones Anuales.

Vocación de servicio

El Primer Ministro Lee Hsien Loong se comprometió personalmente a mejorar la calidad de la atención en el país, que había bajado del octavo puesto en 1998 al decimoséptimo en 2005 según el informe de competitividad del Foro Económico Mundial de 2005. En enero de 2006, el gobierno creó un programa para destinar US\$2,8 millones a la capacitación de 28.000 trabajadores, entre ellos 18.000 empleados de negocios, hoteles y restaurantes en zonas comerciales clave y en el aeropuerto Changi y otros destinos turísticos, así como 10.000 empleados del transporte público.

A tales fines, el gobierno está promoviendo un cálido recibimiento a los visitantes. En junio, el Primer Ministro Lee lanzó la campaña “Cuatro millones de sonrisas”, para que los ciudadanos envíen fotos que servirán para dibujar una sonrisa en un mural digital de bienvenida.

Preparativos

Las sonrisas estarán a la vista cuando los ministros de Hacienda, los gerentes de bancos centrales y de inversión y otros líderes del sector privado y de los medios de comunicación internacionales lleguen a Singapur. El país (la isla de Singapur y 63 islas más pequeñas) ocupa una superficie de

700 Km² y tiene una densidad demográfica (a julio de 2005) de 6.333 personas por Km².

El Centro Internacional de Convenciones y Exhibiciones Suntec de Singapur —conocido como Suntec Singapore— dará cabida a estas personas, con más de 93.000 m² de superficie, amplio espacio para 1.000 oficinas, 27 salas grandes de reuniones, centro de prensa y la debida zona de inscripción. Además, en el recinto se están construyendo más de 1.000 oficinas temporales de dos niveles, con 960 Km de tendido de cable de acceso a Internet. Aparte de los 12.000 puntos de acceso a la red, el centro de visitantes contará con zonas “activas” de conexión inalámbrica. Se

dispondrá de 400 limusinas y 230 autobuses para trasladar a los participantes a las reuniones y otros lugares.

Singapur ante el mundo

El esfuerzo y el tiempo dedicados a estos preparativos beneficiarán a todos. Asia hará despliegue de su dinamismo económico y de la notable evolución registrada desde 1997, la última vez que las Reuniones Anuales se celebraron en la región. Se prevé que la organización de las reuniones inyectará unos US\$100 millones en la economía de Singapur.

Realizar las reuniones en el extranjero cada tres años también supone ventajas para el FMI y el Banco Mundial. Como se trata de un acontecimiento único para el país anfitrión, existe el ánimo para promover las instalaciones locales y para dedicar más tiempo a reuniones a toda escala. En Washington, las medidas de seguridad han limitado la duración y el alcance de las reuniones desde 2001, y es probable que dicha situación se prolongue. ■

Elisa Diehl

FMI, Departamento de Relaciones Externas



Laura Wallace
Directora

Sheila Meehan
Redactora responsable

Elisa Diehl
Jefa de producción

Camilla Andersen
Jeremy Clift

Christine Ebrahim-zadeh
Ina Kota
Redactoras

Maureen Burke
Lijun Li

Kelley McCollum
Ayudantes de redacción

Julio Prego
Diseñador gráfico

Graham Hacche
Asesor Principal

Edición en español
División de Español
Departamento de Tecnología

y Servicios Generales
Carlos Viel

Traducción

Martha A. Amas
Corrección de pruebas

Christine K. Brown
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\$120. Para solicitar la suscripción al *Boletín del FMI* o publicaciones del FMI, sírvase dirigirse a: IMF Publication Services, Box X2006, 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).