

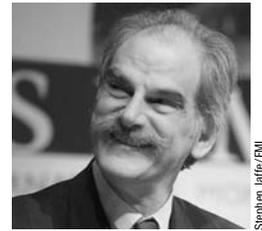
## EN ESTE NÚMERO

- 294 Calendario  
294 Indicadores  
295 Actualidad  
*Liberia se rehabilita*  
*Perspectivas de Oriente*  
*Medio y Asia central*  
*Entrevista a Lipsky*  
299 Resumen nacional  
*Chile, Islandia*  
300 Panorama nacional  
*Ucrania busca la eficiencia*  
*El petróleo se agota en Siria*  
304 Análisis  
*Riesgo soberano*  
*Europa y la inflación*  
*Supervisión del sector financiero*  
307 Libros  
*Librería del FMI por Internet*  
308 Foro  
*Roubini: "Doctor Desastre"*

## Lipsky: Tras Singapur, nuevos bríos para el FMI

Pág. 296

John Lipsky, el nuevo número dos del FMI, considera que el cometido que se le asignó a la institución en Singapur de reexaminar sus operaciones la ayudará a "reencontrarse con sus raíces". En una extensa entrevista, Lipsky defiende la importancia del FMI en un mundo caracterizado por la globalización financiera y comercial y cuantiosos flujos transfronterizos de capital privado; además, plantea fórmulas para resolver los crecientes desequilibrios mundiales.



Stephen Jaffer/FMI

## La reforma institucional y el crecimiento en Ucrania

Pág. 300

Tras la "Revolución Naranja" de 2004, el Presidente de Ucrania, Viktor Yushchenko, se centró en acelerar la transición institucional hacia una economía de mercado moderna, pero las divisiones políticas y personales internas han obstaculizado la ejecución de las reformas. En un estudio del FMI se analiza el efecto de las deficiencias institucionales sobre los resultados de Ucrania y los beneficios de reformas favorables al mercado. La mejora duradera del nivel de vida dependerá de una mayor eficiencia.



Gleb Garanich/Reuters

## Siria: Ajuste fiscal ante una caída del ingreso petrolero

Pág. 302

El petróleo financia el 25% del gasto público de Siria, pero este se está agotando, y el país registrará déficits presupuestarios hacia 2015 si no ajusta sus políticas fiscales. En su última evaluación de la economía de Siria, dos estudios del FMI proponen estrategias fiscales que podrían facilitar el ajuste: adoptar un marco de política fiscal transparente que ponga en claro la restricción presupuestaria del gobierno y eliminar gradualmente los subsidios al precio del petróleo mediante la adopción de un impuesto al valor agregado.



Infotax Stock Imagery

## Profeta del desastre vaticina un aterrizaje brusco

Pág. 308

En los últimos meses, Nouriel Roubini, de la Universidad de Nueva York, se ha autocalificado como el "Doctor Desastre" por su pesimismo sobre las perspectivas económicas de Estados Unidos y el mundo. ¿Por qué tanto desaliento? Roubini explicó sus motivos en una conferencia el mes pasado en el FMI. Destacó la caída prevista en el sector de la vivienda y consideró inminente un "total agotamiento del consumidor" a raíz de los elevados precios del petróleo y las crecientes tasas de interés.



Eugene Salazar/FMI

# Calendario

## OCTUBRE

**18-20** Foro regional de Asia sobre la eficacia de la ayuda, sede del Banco Asiático de Desarrollo, Manila, Filipinas

**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

**6-7** OCDE, Diálogo de políticas entre la OCDE y países no miembros sobre la ayuda para el

### Directorio Ejecutivo del FMI

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

comercio: De la política a la práctica, Doha, Qatar

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

**11-15** El futuro de la energía en un mundo interdependiente, 20º Congreso Mundial de la Energía, Consejo Mundial de Energía, Roma, Italia

**13-14** Segunda conferencia internacional sobre remesas de los emigrantes, "Remittances and Access to Finance", Banco Mundial y Departamento Británico de Desarrollo Internacional. Véase [www.financialearning.org/remittances2006](http://www.financialearning.org/remittances2006)

**17-18** Rio 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

## DICIEMBRE

**7-8** Primera reunión del Foro de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos sobre la gestión de la deuda pública de África, Amsterdam, Países Bajos

**14** 143ª Reunión (Extraordinaria) de la Conferencia Ministerial de la OPEP, Abuja, Nigeria

## ENERO DE 2007

**5-7** Reunión Anual de la American Economic Association, Chicago, Illinois, Estados Unidos

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

### Solicitud de estudios para la conferencia "Nuevas perspectivas sobre globalización financiera", FMI, Washington, D.C., 26 y 27 de abril de 2007

En esta conferencia, patrocinada por el Departamento de Estudios del FMI y la Universidad de Cornell, tiene por objeto crear un foro para la presentación de estudios recientes, de carácter teórico y empírico, sobre las implicaciones macroeconómicas de la globalización financiera.

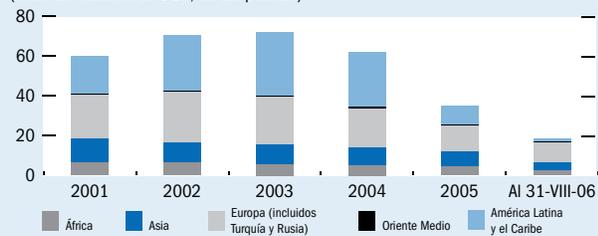
Los autores interesados deben enviar a [globconf@imf.org](mailto:globconf@imf.org) un borrador o un extracto detallado del estudio a más tardar el 1 de diciembre de 2006.

Puede obtenerse más información, en inglés, en [www.imf.org/external/np/seminars/eng/2007/finflo/042607.htm](http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2007/finflo/042607.htm).

# 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.

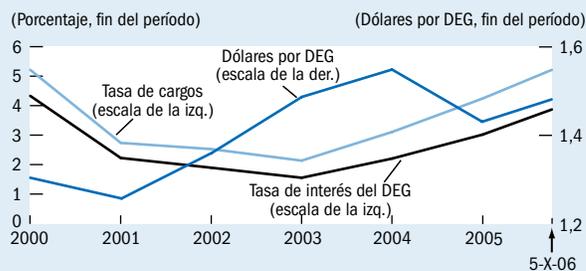
## Préstamos pendientes de mayor cuantía

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

No concesionarios		Concesionarios	
Turquía	7,82	Pakistán	0,96
Indonesia	2,32	Congo, Rep. Dem. del	0,55
Uruguay	0,73	Bangladesh	0,28
Ucrania	0,68	Yemen, República del	0,16
Serbia, República de	0,49	Georgia	0,15

## 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.

## El FMI adopta medidas para rehabilitar a Liberia

Con su decisión del 2 de octubre de revocar la declaración de no cooperación impuesta sobre Liberia, el Directorio Ejecutivo ha emitido una señal positiva a los socios en el desarrollo de ese país y alentado a las autoridades a intensificar las reformas. Además, ha empezado a dismantlar las medidas correctivas aplicadas contra Liberia por los atrasos en sus pagos al FMI, e indicado que estudiaría la restitución de los derechos de voto y privilegios afines en un plazo de unos 12 meses, período durante el cual se evaluarán la política económica del país y su historial de pagos. Liberia se recupera de una larga guerra civil y celebró elecciones el año pasado.

John Lipsky, Primer Subdirector Gerente del FMI, afirmó: “Liberia ha establecido un alentador historial de cooperación en materia de política económica y pagos en el marco del programa iniciado en 2006. Las autoridades se han comprometido a seguir intensificando la cooperación con el FMI en los ámbitos de la política económica y el mantenimiento de los pagos. Por lo tanto, podría considerarse la posibilidad de seguir dismantlando las medidas correctivas y, con seguridades de financiamiento adecuadas, establecer un programa de acumulación de derechos para regularizar los atrasos. De esta forma, el país podría beneficiarse de la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres y la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral”.

Liberia ha avanzado considerablemente en la aplicación de su programa económico. Se prevé que la tasa de crecimiento del PIB seguirá aumentando, hasta un 8%, y que la inflación



Ellen Johnson Sirleaf, Presidenta de Liberia, saluda a los votantes en Monrovia.

se situará en un solo dígito en 2006. La gestión financiera se ha afianzado y el riguroso control de los compromisos garantiza que el gasto no supere los ingresos disponibles. La situación financiera del banco central también ha mejorado y en agosto se aprobó un presupuesto equilibrado para el ejercicio 2006/07.

El proceso de dismantamiento pretende alentar a los países que acumulen atrasos persistentes frente al FMI a establecer un sólido historial de desempeño económico y de pagos, y, en última instancia, a regularizar sus atrasos y recuperar el acceso a los recursos financieros de la institución. Liberia necesitará un respaldo financiero sustancial de la comunidad internacional para eliminar sus atrasos y obtener alivio de la deuda. ■

## El petróleo sustenta el crecimiento en Oriente Medio y Asia central

Pese a los problemas de seguridad que afectan a algunos países y la reciente baja de los precios de los activos, la economía del Oriente Medio y Asia central se mantiene vigorosa, según las perspectivas regionales publicadas por el FMI en octubre. El crecimiento sigue superando la tasa de expansión mundial y debería alcanzar un 6%–7% en 2006 y 2007, tasa similar a la de los últimos tres años, indicó Mohsin Khan, Director del Departamento del Oriente Medio y Asia Central del FMI.

Los grandes flujos del exterior, atribuibles a los altos precios de los combustibles y los productos básicos, la inversión extranjera y las remesas están impulsando la expansión del crédito, y, aunque ha repuntado ligeramente, la inflación se mantiene moderada, situándose en una tasa media de un 7,1% en la mayoría de los países.

Los superávits fiscales y externos de la región siguen aumentando, pero más lentamente que en los últimos años. Gracias a los avances en la reducción de la deuda y la acumulación de

reservas oficiales, la región está en mejores condiciones de absorber shocks y atender a sus necesidades de desarrollo.

La política económica está bien encaminada. “Al darse cuenta de que el alza del crudo y de los ingresos del petróleo serán duros, muchos países exportadores de petróleo han empezado a incrementar el gasto y a aplicar programas de gran envergadura para modernizar su infraestructura social y física”, según Khan. En 2006–10, por ejemplo, el Consejo para la Cooperación en el Golfo prevé invertir más de US\$700.000 millones en el sector petrolero y del gas, y en infraestructura y el sector inmobiliario.

Khan agregó que la gran afluencia de flujos externos está dificultando la política monetaria. Y que en países con un régimen cambiario flexible, aplicar una política monetaria más restrictiva y apreciar el tipo de cambio nominal será la mejor forma de limitar las presiones inflacionarias. En países de paridad fija, la apertura del régimen comercial y la flexibilidad del mercado laboral ayudarán a contener los aumentos de los precios al consumidor. ■

## El FMI vuelve a sus raíces

**E**l día 1 de septiembre, John Lipsky, ciudadano de Estados Unidos, asumió el cargo de Primer Subdirector Gerente. Es la primera vez que el segundo puesto directivo del FMI lo ocupa alguien que ha sido economista de la institución (1974–84) y que ha trabajado en el sector financiero privado (como Vicepresidente del Banco de Inversiones JP Morgan y Economista Principal de Chase Manhattan y de Salomon Brothers). Durante una charla con Laura Wallace, del Boletín del FMI, habló del papel que debe jugar el FMI ante un sistema comercial y financiero verdaderamente mundial y una fuerte circulación transfronteriza de capitales privados.

**Boletín del FMI:** Los flujos de capital privado crecen a pasos agigantados mientras el capital disponible del FMI disminuye comparativamente. ¿Estamos perdiendo trascendencia?

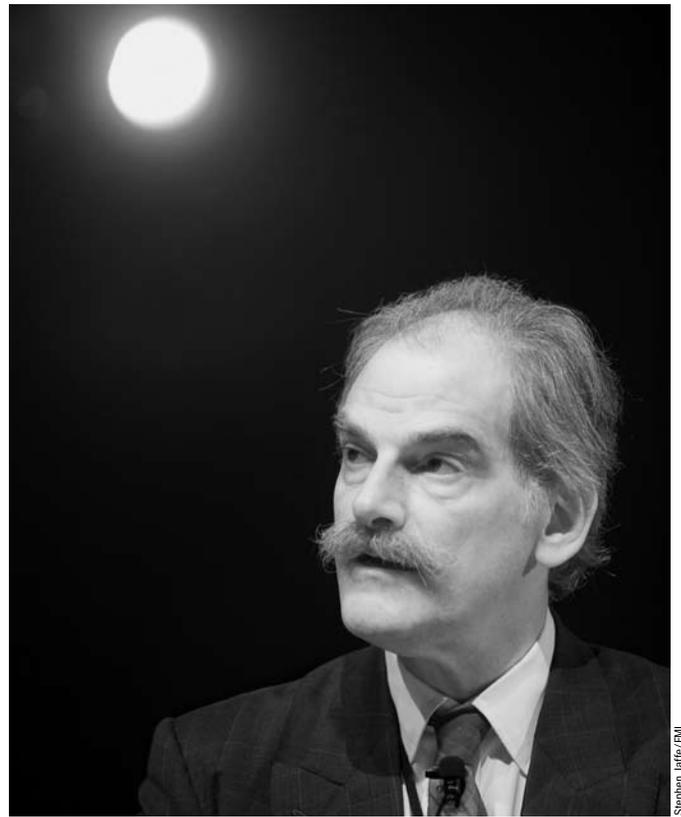
**LIPSKY:** ¡Para nada! El FMI se fundó como cimiento de un sistema monetario y financiero internacional no discriminatorio, multilateral y basado en el Estado de Derecho. Esa función sigue siendo irremplazable y trascendental. Está claro que la economía mundial ha vivido cambios drásticos en los últimos 15 años, y el FMI debe adaptarse decisivamente para cumplir a pleno con su función.

**Boletín del FMI:** Pero la acumulación de reservas internacionales en los mercados emergentes, sobre todo de Asia, ¿no está diluyendo más la función tradicional del FMI?

**LIPSKY:** La acumulación de reservas nos hace pensar que muchos países han adoptado la política de tratar de autoasegurarse contra la volatilidad externa. Si para uno ese fuera el papel tradicional del FMI, entonces tendría que responderle que sí. Pero la realidad es mucho más compleja porque la acumulación de reservas no es exclusivamente deliberada; en parte parece también producto de la lentitud con que creció la inversión en muchos mercados emergentes después de 1997–98. Eso sí, creo que refleja dudas sobre la futura estabilidad del sistema internacional y la eficacia de los actuales instrumentos de prevención y solución de crisis. Más que una dilución del papel del FMI, es un signo de lo que queda por resolver.

**Boletín del FMI:** Las últimas Reuniones Anuales que celebró el FMI con el Banco Mundial le dieron luz verde para estudiar un nuevo servicio financiero que sirviera a los mercados emergentes en crisis y de hecho reemplazara la Línea de Crédito Contingente, que nunca se usó. Con tantas reservas acumuladas, ¿para qué otro servicio?

**LIPSKY:** Para empezar, vale la pena saber por qué no se usó nunca la línea de crédito, porque fue una idea que pareció despertar



John Lipsky: No esperemos milagros; quizá tampoco los necesitamos para corregir los desequilibrios mundiales.

interés. ¿Tiene elementos que se podrían aprovechar? Si logramos crear una herramienta útil, quizá por su mera existencia los países sientan que no necesitan tantas reservas internacionales. Pero para serle más preciso, creo que este mecanismo nuevo abriría una transición mientras el FMI y los países miembros se plantean, a nivel mucho más general, cómo adaptar la función de prevención y resolución de crisis a un mundo en el cual los capitales privados cruzan masivamente las fronteras. Después de todo, es precisamente el gran aumento de esas corrientes lo que en cierta medida desarticuló los métodos tradicionales que usaba el FMI contra las crisis.

**Boletín del FMI:** ¿Esto significa que hay peligro porque el FMI quizá no esté debidamente equipado para una crisis profunda?

**LIPSKY:** Tenemos más liquidez que nunca, así que ese peligro no existe. Pero tiene sentido aprovechar las condiciones favorables de hoy para replantearse a fondo cómo evitar y resolver las crisis. Las cosas por las que uno se preocupa rara vez causan daños graves; las que encierran los peores riesgos son las que uno da por sentado.

**Boletín del FMI:** Usted ha afirmado que el FMI debe desarrollar una concepción clarísima del papel que desempeñan los mercados financieros y de su impacto en la economía mundial. ¿Podría dar ejemplos concretos?

**LIPSKY:** Para empezar, fundamos el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital para fusionar nuestro trabajo sobre los mercados financieros nacionales e internacionales, porque ya no se los puede mantener divididos y el FMI necesita ahondar directamente en su evolución. El Departamento de Estudios, por su parte, va a estudiar con una óptica nueva las interconexiones críticas entre las corrientes de comercio internacional y las finanzas internacionales junto con la estabilidad sistémica general. El FMI, probablemente sin recibir el reconocimiento que merece, ha ayudado mucho al sistema internacional a adaptarse al aumento de los flujos de capital privado, a través de las normas de difusión de datos, los Programas de Evaluación del Sector Financiero y los Informes sobre la Observancia de los Códigos y Normas. Todo ese conocimiento sobre temas financieros debe estar debidamente incorporado a las consultas del Artículo IV, en las cuales se pasa revista a la economía de cada país miembro; por eso estamos preparando un esquema de datos financieros para profundizar y uniformar la información básica obtenida durante las consultas.

**Boletín del FMI:** ¿Cómo se puede reforzar la estabilidad internacional cuando hay instituciones financieras relativamente exentas de regulación, como los fondos de inversión libre, que tienen cada vez más importancia?

**LIPSKY:** Como la magnitud y el tipo de transacciones financieras privadas transfronterizas cambian rápidamente, es lógico y necesario que los entes reguladores y supervisores se mantengan al día. Obviamente, deben tener un campo de acción integral y sistémico. La meta básica es que la supervisión sea suficiente, pero no se exceda.

En los fondos de inversión libre, el capital pertenece en principio a inversionistas avezados que pueden soportar pérdidas, apalancados mayormente por instituciones reguladas, como los bancos. Así que es posible que las lecciones del colapso del fondo Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998 ya hayan cristalizado lo suficiente como para mitigar los riesgos sistémicos. Por ejemplo, la imagen que se tiene de las instituciones que le concedieron crédito al LTCM es que eran sencillamente incapaces de comprender la complejidad de las posiciones que tomaba la empresa. A mí me parece que como resultado de ese incidente costoso y potencialmente peligroso es poco probable que un fondo vaya a recibir un apalancamiento parecido al

que consiguió el LTCM. Con el nivel espectacular de pérdidas que sufrieron hace poco algunos fondos de inversión libre, fue impresionante ver que los mercados apenas temblaron. La regulación no pretende evitar que los particulares y las empresas sufran pérdidas, pero sí impedir estafas a los inversionistas y riesgos sistémicos. A medida que los mercados evolucionan, los entes reguladores tienen que cumplir con la diligencia debida para cerciorarse de que realizan su función.

**Boletín del FMI:** En los últimos meses el FMI ha iniciado las primeras consultas multilaterales —con Arabia Saudita, China, Estados Unidos, Japón y la zona del euro— para intentar corregir de manera ordenada los graves desequilibrios mundiales. Este nuevo mecanismo, ¿convencerá a los mercados financieros de que sirve para subsanar el problema?

**LIPSKY:** Bueno, confío en que resultará útil. Nuestras previsiones para la economía mundial son favorables, y en general los mercados financieros parecen estar de acuerdo. La renta fija está a punto de batir récords, los intereses a largo plazo son bajos y los mercados cambiarios están relativamente estables. Además, los desequilibrios empeoraron durante un período mucho más positivo de lo que nadie había previsto, con la tasa de crecimiento más rápida y la inflación más baja de las últimas décadas, y con poca volatilidad.

Pero hay razones de más para creer que en los próximos años nos toparemos con escollos y cada vez más incertidumbre; no hay más que pensar en la desaceleración reciente de Estados Unidos. Así que no hay mejor momento para que los protagonistas de la economía mundial vean si juntos pueden hacer algo con estos desequilibrios para que los mercados privados sigan teniendo confianza en que las cuestiones macroeconómicas se manejan con acierto y sentido de la responsabilidad. Lo sorprendente es que estas consultas multilaterales sean el primer foro formado para este fin. No esperemos milagros; quizá tampoco los necesitemos para corregir los desequilibrios mundiales.

**Boletín del FMI:** ¿Qué proporción del ajuste les corresponde a la política fiscal de Estados Unidos y al régimen cambiario de China?

**LIPSKY:** No le niego que esas son las dos vertientes por las que muchas veces termina transcurriendo el debate sobre este tema, pero me parece una línea de pensamiento muy incompleta. La razón básica por la que se acentuaron los desequilibrios mundiales en los últimos años fue la divergencia constante del aumento de la demanda interna entre las grandes economías. En Estados Unidos, el déficit presupuestario federal no llega al 2% del PIB, que no es un nivel históricamente anormal. La que

**Tanto Estados Unidos como sus socios comerciales tendrán que recurrir a otra fuente de crecimiento.**

—John Lipsky



Eugene Salazar/FMI

Lipsky, con los Subdirectores Gerentes del FMI Takatoshi Kato (izq.) y Agustín Carstens, y el Director Gerente Rodrigo de Rato.

está desfasada históricamente es la tasa de ahorro de los hogares, que nunca fue tan baja. Creo que esta tendencia descendente a largo plazo ha llegado a un punto de inflexión y que la tasa de ahorro se “normalizará” en los próximos años, con medidas económicas de por medio o sin ellas. La causa principal de esta caída sostenida del ahorro durante la última década es que el patrimonio neto de los hogares aumentó con una rapidez inesperada. Desde principios de los años noventa, las familias estadounidenses a nivel general se enriquecieron más rápido de lo que esperaban y sintieron que podían ahorrar una proporción menor del ingreso corriente. Pero es probable que la apreciación de los activos se desacelere, ahora que la inflación ya no baja y la productividad no crece.

Para que el crecimiento mundial siga siendo fuerte pese a la probabilidad de que la demanda interna estadounidense pierda un poco de ímpetu, tanto Estados Unidos como sus socios comerciales tendrán que recurrir a otra fuente de crecimiento: Estados Unidos deberá orientarse relativamente más a la exportación neta y la inversión empresarial, y sus socios deberán apoyarse más en el aumento de la demanda interna y menos en la exportación neta. En China, el gobierno desea estimular la demanda interna, incluido el consumo, y ahí entran en juego muchos más factores que un simple ajuste cambiario. Japón y la zona del euro tendrán que activar fuentes sectoriales de crecimiento que no sean las exportaciones. Y los superávits en cuenta corriente de las economías productoras de energía y productos básicos influyen cada vez más.

**Boletín del FMI:** *En su opinión, ¿cómo ha cambiado el FMI desde 1984 y qué rumbo seguirá después de las Reuniones Anuales de este año?*

**LIPSKY:** Indudablemente, es una institución mucho más grande. Es normal: ahora tiene miembros del mundo entero y por eso el

personal ha aumentado. También es mucho más transparente, en parte porque hay mayor interés en su labor y en parte porque el FMI ha decidido que es más eficaz si pone en claro lo que está haciendo.

En cuanto al futuro, el consenso general es que debemos estar a la vanguardia del proceso de adaptar el sistema internacional a una nueva realidad. Precisamente por eso elaboramos la Estrategia a Mediano Plazo, y fue alentador ver avalados todos sus elementos primordiales en las Reuniones Anuales. Primero, quedó respaldada la propuesta de reformar el régimen de cuotas y representación. Si logramos ese objetivo, cosa que no será nada fácil, el FMI tendrá un sistema de gobierno más representativo de la situación actual y futura de la economía mundial. Segundo, recibió el aval la novedosa iniciativa de las consultas multilaterales, que podría ser un punto de encuentro adecuado y eficaz para abordar colectivamente los problemas más apremiantes de los países miembros; y, como si eso fuera poco, le permitiría al FMI retomar su lugar en el centro del debate, aun entre las economías más grandes. Tercero, ya tenemos luz verde para reevaluar la base de las consultas bilaterales obligatorias con los países miembros, incluso en el ámbito cambiario, y para estudiar un nuevo instrumento de financiamiento destinado a la prevención y la solución de crisis. Por último, estamos afianzando nuestra colaboración con los países miembros de bajo ingreso.

No es tarea sencilla la que tenemos por delante, pero la reunión de Singapur no podría haber salido mejor; de hecho, se nos ofreció la posibilidad de revitalizar el papel que jugamos en el sistema internacional. Ahora nos toca demostrar que nos lo merecemos y que podemos cumplir. A mí todo esto me inspira mucho entusiasmo, en parte porque significa que el FMI vuelve a las raíces y retoma una función que nadie más puede desempeñar.

**Boletín del FMI:** *¿En qué sentido?*

**LIPSKY:** Hoy, el FMI tiene la misión de replantearse radicalmente sus operaciones. Sin apoyarse en ningún precedente, el Convenio Constitutivo sentó las bases de un sistema de pagos internacional, multilateral y no discriminatorio basado en el Estado de Derecho. Entonces el personal y el Directorio Ejecutivo procedieron a construir un nuevo sistema financiero prácticamente sin tener en qué guiarse. Fue un aporte notable al desarrollo económico porque le dio el impulso tan ansiado al comercio internacional. No es casualidad que las seis últimas décadas hayan sido el período de progreso económico más intenso de la historia. Pero últimamente ha habido cambios importantes que no están del todo incorporados al sistema de manera formal o coherente. Ahora nos toca integrarlos y sentar las bases para nuevos avances. ■

## Chile: La bonanza del cobre debe ser bien administrada

Las reformas estructurales y la aplicación de políticas prudentes en los últimos 15 años han ayudado a anclar el buen desempeño de la economía chilena. La adopción de una regla fiscal y un régimen de metas de inflación, la liberalización comercial y la apertura de la cuenta de capital han reportado sólidos resultados económicos y baja inflación.

De conformidad con la regla fiscal, el gobierno central procura mantener un superávit estructural de 1% del PIB, ajustado en función de los ciclos y del precio del cobre. Gracias al alto precio del metal, en 2004–05 el gobierno central registró un superávit medio de 3½% del PIB, y para 2006 se prevé un superávit del 6%. La deuda neta del sector público se ha reducido a 7½% del PIB en 2005, frente a 13% en 2003.

El Banco Central está aplicando una política monetaria prudente. Desde septiembre de 2004 ha incrementado la tasa de intervención en consonancia con la reactivación de la economía y la eliminación de la brecha del producto. Las expectativas inflacionarias siguen ancladas en medio de la meta del 2% al 4% para las tasas de interés.

Las positivas perspectivas económicas de Chile se sustentan en las previsiones de la demanda del cobre y en la demanda interna. El sostenido crecimiento ha estimulado a los trabajadores a reintegrarse al mercado laboral y el desempleo ha bajado levemente.

Los directores ejecutivos del FMI felicitaron a las autoridades por haber aplicado una política macroeconómica acertada, que ha reportado, entre otras ventajas, una inflación baja, un crecimiento económico sostenido, una reducción significativa de la pobreza y una mayor capaci-

Chile	2003	2004	2005	Proy. 2006
	(Variación porcentual)			
PIB real	3,9	6,2	6,3	5–5,5
Precios al consumidor (fin del período)	1,1	2,5	3,7	3,4
Tasa de desempleo (promedio anual)	8,5	8,8	8,0	7,7
Demanda interna total	4,9	8,1	11,4	7,1
Exportaciones de cobre				
En miles de millones de dólares de EE.UU.	7,8	14,5	18,3	28,1
Como porcentaje de las exportaciones totales	36,1	45,0	45,1	53,8

Datos: Banco Central de Chile y Ministerio de Hacienda; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

dad para hacer frente a shocks externos. Expresaron su satisfacción por la forma en que las autoridades se habían ceñido a la regla fiscal y por los esfuerzos desplegados para contener la expansión del gasto.

Los directores respaldaron el énfasis a mediano plazo en promover un crecimiento sostenido y reducir la desigualdad del ingreso. Consideraron positivas las reformas para ampliar la cobertura escolar, incrementar el financiamiento de la educación, y fomentar la investigación y desarrollo. Alentaron a las autoridades a flexibilizar el mercado laboral, crear mayores oportunidades de empleo y reducir la tasa de desempleo, que se mantiene alta sobre todo entre los jóvenes. Cabe prever que estos avances redunden positivamente en la productividad y respalden una diversificación económica aun mayor. ■

## Islandia: Restricción monetaria y fiscal para corregir el recalentamiento

Según el examen del FMI, el auge económico de Islandia, impulsado por la expansión del sector del aluminio, está generando grandes desequilibrios. La solidez de la demanda interna, atribuible al rápido aumento de la inversión y el consumo privado, ha provocado recalentamiento y dado lugar a una inflación alta y a déficits en cuenta corriente sin precedentes. Asimismo, las inquietudes de los inversionistas internacionales en torno a los posibles desequilibrios macroeconómicos y vulnerabilidades del sector financiero han incrementado la volatilidad del mercado financiero.

Los directores ejecutivos del FMI indicaron que, si bien las perspectivas a mediano plazo son favorables, los altos y crecientes desequilibrios plantean riesgos para el crecimiento real y la estabilidad financiera a corto plazo. Aplaudieron las medidas adoptadas para frenar la demanda,

pero recomendaron enérgicas medidas para restablecer la confianza, facilitar un ajuste ordenado y mantener la estabilidad financiera.

Aunque la deuda pública es baja y ha ido disminuyendo, la austeridad fiscal sigue siendo esencial para corregir los desequilibrios y evitar los riesgos conexos, y los directores recomendaron una política fiscal más restrictiva postergando proyectos y reduciendo el gasto de consumo del sector público. Para reducir la volatilidad, recomendaron seguir fortaleciendo el marco fiscal a mediano plazo e incrementar la tasa de intervención para anclar las expectativas y alcanzar la meta de inflación.

Pese a la solidez de las instituciones financieras, la rápida expansión agravó el perfil de riesgo de los bancos. Los directores consideraron positivas las medidas de los bancos para reducir sus riesgos, pero subrayaron que ese proceso debe continuar y que las autoridades de supervisión deben fomentarlo y someterlo a un estrecho seguimiento.

Los directores también recomendaron la inmediata reforma del Fondo de financiamiento para la vivienda. La mayor competencia entre los bancos y dicho fondo, de propiedad estatal, en el mercado hipotecario ha socavado la eficacia de la política monetaria, contribuido al exceso de demanda y acrecentado los riesgos para la estabilidad financiera. Recomendaron la creación de una institución privada de financiamiento mayorista que tenga las ventajas del sistema actual, pero que permita la competencia en el mercado hipotecario. ■

Islandia	2003	2004	2005	Proy. 2006
PIB real (variación porcentual)	3,0	8,2	5,5	4,0
Índice de precios al consumidor (variación porcentual)	2,1	3,2	4,0	6,1
Inversión interna bruta (porcentaje del PIB)	19,7	23,4	28,6	26,3
Tasa de intervención del banco central (promedio del período, porcentaje)	5,4	6,1	9,4	...
Saldo en cuenta corriente (porcentaje del PIB)	-5,0	-10,1	-16,5	-12,5

Datos: Statistics Iceland, Banco Central de Islandia, Ministerio de Hacienda y estimaciones del personal técnico del FMI.

Véase más información en las notas de información al público No. 06/97 (Chile) y No. 06/92 (Islandia), en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## La mejora institucional en Ucrania podría impulsar el crecimiento

Tras la impactante “Revolución Naranja” de Ucrania en 2004, que congregó a más de un millón de personas en el crudo invierno de Kiev para conjurar un fraude electoral, el presidente entrante, Viktor Yushchenko, formuló sin demora un plan de política. El plan se centró en acelerar la transición institucional del país hacia una economía de mercado moderna, sustentando gran parte del nuevo programa en una mayor integración en la Unión Europea (UE) y la Organización Mundial del Comercio.

La implementación de ese programa, empero, ha resultado difícil. El gobierno de la coalición naranja se vio dividido por diferencias personales y políticas, y sufrió un gran revés tras la elección parlamentaria de marzo de 2006. Yushchenko continúa en la Presidencia, pero se teme que el nuevo gobierno, liderado por su antiguo rival, Viktor Yanukovich, no se comprometa plenamente con las reformas pro mercado. Un reciente documento del FMI contextualiza estos hechos y formula dos interrogantes: ¿En qué medida las carencias institucionales han obstaculizado el desempeño de Ucrania? ¿Cuál sería el desenlace si las autoridades lograran consolidar las reformas favorables al mercado?

Estas preguntas plantean cuestiones económicas de fondo. ¿Qué papel cumplen las instituciones en la promoción del crecimiento y la convergencia del ingreso? Se ha constatado que las diferencias de ingreso entre países se deben principalmente a dife-



Tras su elección en 2004, el Presidente Yushchenko se centró en reformas pro mercado.

rencias de *productividad* más que de *acumulación de factores*. Pero, ¿cómo se explican esas diferencias? En primer lugar, la productividad puede descomponerse en *tecnología*, entendida como la suma de conocimientos sobre la combinación de recursos, y *eficiencia*, o grado de eficacia en la aplicación de esos conocimientos.

Todos los cálculos de la importancia relativa de estos dos componentes en diversos países en desarrollo y economías de mercados emergentes coinciden en que, salvo en casos en que el atraso tecnológico es muy significativo, la brecha entre países ricos y pobres se debe principalmente a diferencias de eficiencia más que de tecnología. Gran parte de los estudios recientes sobre convergencia se centran por tanto en los factores que determinan la eficiencia.

El concepto de “tecnología” se distingue aquí de las técnicas observadas en el lugar de trabajo. Con igualdad de acceso a los mismos conocimientos, distintos países pueden adoptar tecnologías distintas. En ciertos casos, esto se debe a diferencias de recursos o ventajas comparativas; pero a menudo refleja obstáculos institucionales subyacentes que impiden sacar provecho a las nuevas tecnologías y técnicas óptimas. En tales contextos, por tanto, la presencia de tecnologías subóptimas puede no reflejar falta de acceso a conocimientos, sino más bien falta de eficiencia.

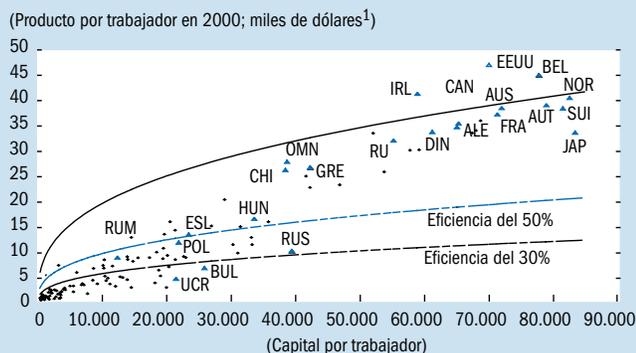
### Instituciones y eficiencia

La ineficiencia puede tener fuentes diversas: actividades improproductivas (robo, contrabando, ventajas otorgadas por el Estado o actividades de prevención de hurtos o expropiaciones); recursos ociosos, y mala asignación de factores a través de los sectores. Todas ellas han tenido un papel importante en los países en transición, donde suelen ser un legado de la planificación centralizada. El estudio examina en qué medida la ausencia de instituciones favorables al mercado es responsable de la baja eficiencia en Ucrania y otros países. Aunque las definiciones varían, una base institucional pro mercado se caracteriza típicamente por el Estado de

Gráfico 1

### Rezagada

Ucrania es mucho menos eficiente que los países industriales y que otras antiguas economías de planificación central.



Nota: ALE=Alemania, AUS=Australia, AUT=Austria, BEL=Bélgica, BUL=Bulgaria, CAN=Canadá, SUI=Suiza, CHI=Chipre, DIN=Dinamarca, EEUU=Estados Unidos, ESL=Eslovaquia, FRA=Francia, GRE=Grecia, RU=Reino Unido, HUN=Hungría, IRL=Irlanda, JAP=Japón, NOR=Noruega, OMN=Omán, POL=Polonia, RUM=Rumania, RUS=Rusia, UCR=Ucrania.

<sup>1</sup>Precios de 1985, tipo de cambio de paridad del poder adquisitivo.

Datos: "How Important Are Capital and Total Factor Productivity for Economic Growth?", Scott L. Baier, Gerald P. Dwyer, Jr., y Robert Tamura, documento de trabajo 2004-02 (Atlanta: Banco de la Reserva Federal de Atlanta, 2004); y cálculos del autor.

Derecho, la garantía de los derechos de propiedad, la exigibilidad de los contratos y un gobierno imparcial y transparente.

Para cuantificar la eficiencia, el estudio recurre a un panel mundial para calcular una *frontera de prácticas óptimas*, es decir, lo que un país *habría* producido con un uso óptimo de sus recursos, empleando las técnicas más avanzadas a nivel mundial. Luego mide el producto de Ucrania contra este índice hipotético de referencia, para obtener un parámetro de su eficiencia global. Si se realiza el mismo ejercicio para otros países se puede analizar la relación entre eficiencia e instituciones nacionales. Los resultados del estudio indican que Ucrania se ubica sensiblemente por debajo de la frontera mundial y que la baja eficiencia de su economía se asocia a una base institucional débil (véanse los gráficos 1 y 2).

### El efecto de la reforma

La eficiencia en Ucrania se deterioró seriamente durante los años noventa, en parte por la variación de la frontera de prácticas óptimas. Antes de 1990, cuando la guerra fría interfería con la capacidad de los países del bloque oriental para adquirir tecnología, Ucrania tenía una frontera más restringida que los países occidentales. En los años noventa, empero, los países de este bloque recibieron un aluvión de ideas y técnicas nuevas que ampliaron rápidamente la frontera. La mayoría de los países de la antigua Unión Soviética no lograron aprovechar esta afluencia. De hecho, su producto se contrajo en forma sostenida a raíz del desmantelamiento del aparato soviético de planificación central y de que, a diferencia de países más exitosos de Europa oriental, no se sustituyeron las viejas instituciones con alternativas viables. Así es que, en vez de ir hacia un sistema de economía de mercado, los países de la antigua Unión Soviética se vieron ante un vacío institucional,

caracterizado por una creciente incertidumbre y la generalización de la búsqueda de ventajas otorgadas por el Estado.

A partir de 2000 el producto de Ucrania creció velozmente debido más a una mejora de la eficiencia que a una mayor inversión, así como el repunte de la vecina Rusia. Pero ello también refleja el efecto de las primeras reformas institucionales iniciadas en 1999–2000, que se centraron en el sector energético y fueron decisivas para reducir el predominio del pago mediante trueque y mora. Esta mejora, a su vez, propició una asignación de recursos más eficiente y sentó las bases de un sistema financiero operativo.

### Capitalización de la eficiencia

¿Qué implica todo esto para el futuro? La mejora duradera del nivel de vida dependerá más del aumento de la eficiencia que de la inversión, lo que requerirá, a su vez, una mejora de las instituciones orientadas al mercado. La edición de octubre de 2005 de *Perspectivas de la economía mundial*, del FMI, destacó la importancia que tienen las instituciones para el crecimiento y observó que un anclaje externo ha contribuido a menudo al cambio institucional. Para los países en transición, la posibilidad de ingreso a la UE es un clásico ejemplo de anclaje exitoso.

En este sentido, las primeras reformas de Yushchenko fueron oportunas y acertadas. El programa se basaba principalmente en el Plan de Acción UE-Ucrania y, mediante la armonización normativa con la UE, tenía como objetivo acelerar la marcha del país hacia una economía de mercado integrada en la región. Aunque el ingreso a la UE no está ni próximo ni garantizado, el estudio indica que los beneficios de una mayor armonización con las normas de la UE pueden ser considerables y que es posible que se perciban mucho antes del ingreso.

El estudio también permite calcular el efecto de estas reformas sobre la eficiencia (y el crecimiento) en función de la experiencia de otros países candidatos a ingresar a la UE. El pronóstico de referencia del FMI para Ucrania coincide con una leve mejora institucional y presupone que para 2015 Ucrania habrá alcanzado el nivel institucional de Rumania, actual candidato a ingresar a la UE. Desde una visión más optimista, la plena implementación de un programa centrado en la UE podría dar gran impulso a la eficiencia, hasta alcanzar la de países admitidos recientemente en la UE, como Polonia y Hungría. En tal caso, el crecimiento anual promedio podría aumentar al 8,5% aproximadamente en la próxima década. Este sería un logro notable y colocaría a Ucrania entre los países de “crecimiento milagroso” reciente. ■

Andrew Tiffin

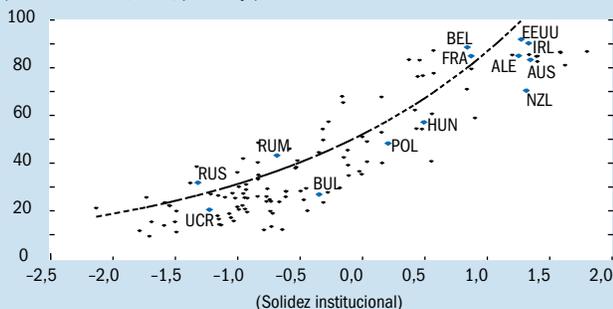
FMI, Departamento de Europa

Gráfico 2

### La diferencia institucional

La eficiencia de un país puede atribuirse a la solidez de sus instituciones.

(Eficiencia técnica, 2000; porcentaje)



Nota: La solidez institucional se mide con un índice de -2,5 a 2,5; cuanto menor es la cifra, más débiles las instituciones de un país. Véanse los acrónimos de los países en el gráfico 1; NZL=Nueva Zelanda.

Datos: Banco Mundial y cálculos del autor.

Este artículo se basa en el documento “Ukraine: The Cost of Weak Institutions” (IMF Working Paper No. 06/167) de Andrew Tiffin. Pueden adquirirse ejemplares al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la página 308. El texto completo, en inglés, puede consultarse en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## El desafío fiscal de Siria ante la caída del ingreso petrolero

**S**iria, cuyo gasto público depende en un 25% del ingreso petrolero, está agotando su crudo, invocando así al fantasma de un déficit insostenible para 2015 si no ajusta sus políticas fiscales. No es de extrañar que el diálogo sobre políticas que el FMI mantiene desde hace dos años con las autoridades haya estado centrado en el temor a llegar demasiado tarde. En dos estudios en que se basó la evaluación reciente del FMI de la economía siria, los técnicos examinaron posibles estrategias fiscales para ayudar al país a afrontar el desafío inminente.

Tras alcanzar su máximo de más de 600.000 barriles diarios en 1996, la producción petrolera ha venido cayendo. De no ser por la subida del precio internacional iniciada a mediados de 1999, habría sido mucho más arduo mantener la estabilidad financiera. Siria debe ahora acelerar las reformas estructurales y la consolidación fiscal para crear nuevas fuentes de crecimiento e ingreso antes de que se agoten sus reservas petroleras. Si no toma medidas, podría quedar atrapada en un ciclo de volatilidad financiera, deterioro fiscal, bajo crecimiento y aumento del desempleo (véase el panel superior del gráfico).

Un reciente estudio del FMI recomienda la adopción de un marco de política fiscal transparente que permita percibir claramente las limitaciones presupuestarias en los años venideros. El marco debería sustentarse en una norma fiscal dirigida a una mejora constante de la balanza no petrolera. Para lograr esta consolidación, otro estudio propone una estrategia centrada en la eliminación gradual de los subsidios al precio del petróleo y la adopción de un impuesto al valor agregado (IVA).

### Sujetar las riendas del presupuesto

La tendencia inherente de la política fiscal es a generar *déficits* presupuestarios en vez de *saldos*. Este sesgo se debe generalmente a políticas fiscales procíclicas que permiten que el gasto público discrecional acompañe el aumento de los ingresos pero no su caída. Para abordar los problemas que acarrea la tendencia deficitaria, muchos países adoptan planes de política fiscal previsoros, dirigidos a contener el gasto público y fomentar la disciplina fiscal. Los planes exitosos combinan dos salvaguardias: transparencia, que permite a la ciudadanía controlar a quienes formulan las políticas, y normas fiscales, que abordan temas específicos del panorama fiscal nacional.

La elección de una norma fiscal adecuada se reduce a definir un objetivo macroeconómico de política fiscal de mediano plazo, que en definitiva se vincula siempre a la sostenibilidad. Podría ser una orientación fiscal acorde a la limitación presupuestaria del gobierno que debe acompañar la caída del ingreso petrolero. En Siria, como en otros países productores de petróleo, los



Para 2010 Siria podría convertirse en importador neto de petróleo.

recursos petroleros representan un desafío particular a la sostenibilidad fiscal y plantean el tema de la equidad entre generaciones. Con reservas insuficientes para procurar la equidad entre generaciones en el uso de la riqueza petrolera, Siria debería orientar el ajuste hacia una situación fiscal sostenible a largo plazo para cuando se agoten las reservas.

El estudio propone emplear la variación interanual de la balanza no petrolera para aproximarse al costo del ajuste, que es a su vez un buen índice sustitutivo del efecto contractivo del ajuste sobre la economía en un año dado. Sobre esta base se puede minimizar el costo del ajuste apuntando a una mejora sostenida de la balanza no petrolera; el estudio lo propone como norma fiscal que sustente la política fiscal. Tal mejora reduciría el riesgo de un ajuste doloroso y abrupto, que podría afectar la tan necesaria inversión pública en infraestructura y cuestiones sociales o exigir una mayor recaudación mediante tributos altamente distorsionadores, dada la deficiente administración tributaria.

Si bien ante una caída suave del ingreso petrolero la norma fiscal propuesta lograría el mismo resultado que el presupuesto equilibrado tradicional, si el ingreso se estabilizara antes de bajar, el resultado sería mayor. Dada la inevitable incertidumbre sobre la evolución de este ingreso, la norma que tiene como objetivo una mejora sostenida de la balanza no petrolera es la opción más conveniente en todos los casos. El ritmo óptimo de ajuste del déficit no petrolero debe reevaluarse continuamente con el valor neto actualizado de la riqueza petrolera y el ajuste anual debe tener en cuenta la situación cíclica de la economía.

### Fin de la partida para los subsidios al petróleo; es el turno del IVA

El segundo estudio sostiene que para lograr la estabilidad macroeconómica y mantener un nivel de deuda sostenible ante la caída de su producción petrolera durante la próxima década,

Siria debe reducir su déficit no petrolero en unos 11 puntos porcentuales del PIB, un promedio de un punto porcentual por año. Así reduciría dicho déficit del actual 13% del PIB a un 2% en 2015 y frenaría el aumento de la deuda pública en alrededor del 40% del PIB para 2015, dando margen al gobierno para cubrir eventuales shocks y otros pasivos. Para lograr el ajuste, una estrategia plausible que favorezca el crecimiento debería basarse en la eliminación progresiva de los subsidios al petróleo y la adopción de un IVA de base amplia (véase el panel inferior del gráfico).

Ya que la mayoría de los rubros del gasto están en niveles bastante moderados y algunos (como educación y salud) hasta insuficientes, la eliminación gradual de los subsidios (que representan un costoso e injusto 14½% del PIB) sería una medida sensata. Su eliminación generaría un gran ahorro fiscal, incrementaría considerablemente la eficiencia y mejoraría la equidad. Además, al reducir en forma desmesurada la demanda de productos de petróleo, los precios elevados aumentan el superávit de exportación de petróleo y contribuyen a ajustar la balanza de

pagos. Al proteger el gasto en educación, salud e infraestructura, los altos precios del petróleo también promueven un mayor crecimiento a largo plazo.

Como Siria carece de mecanismos eficientes para combatir la pobreza, como segunda opción se propone brindar una compensación monetaria fija por persona. Por ende, la reforma de los subsidios al petróleo supone dos decisiones relacionadas y críticas: la velocidad del ajuste del precio y el monto de la compensación para los hogares. Principalmente, la disyuntiva está entre el riesgo de desestabilizar las expectativas inflacionarias con una subida abrupta del precio del petróleo y el desgaste de un proceso de ajuste prolongado, y entre un menor ahorro fiscal y una mayor aceptación política.

Dado el actual precio internacional del petróleo, se propone combinar en forma calibrada las dos opciones para lograr un ahorro fiscal neto del 4½% del PIB y mejorar la situación de la mayor parte de la población. Para ello se requiere un máximo de flexibilidad en el diseño de la reforma. En particular, precios internacionales más bajos llevarían a transferir menos efectivo a los hogares porque el ahorro del gobierno derivado del ajuste de precios sería menor, pero la pérdida de bienestar para los consumidores también sería menor.

De hecho, debido a que los menores precios mejorarán la situación del país cuando Siria se convierta en importador neto de petróleo (alrededor de 2010), una menor compensación en efectivo podría lograr el mismo ahorro fiscal y, a la vez, comportar menos pérdidas de bienestar para los consumidores. Mitigar el impacto de la eliminación gradual de los subsidios con un aumento de los salarios públicos podría ser muy costoso y no es aconsejable.

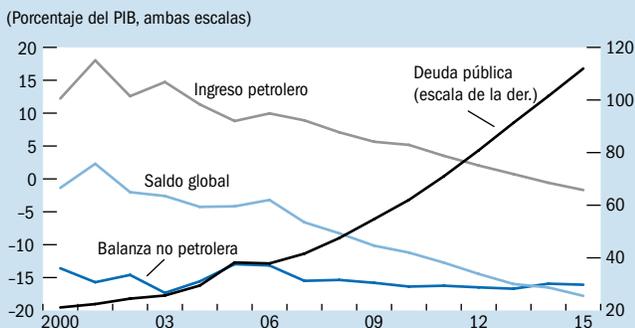
Como argumento a favor del IVA, se sostiene que la razón de tributos a PIB del 10½% del PIB en 2005 es baja para la región y podría elevarse sin recargar la economía ni distorsionar excesivamente los incentivos al trabajo, el ahorro y la inversión. Cabe destacar la falta de un impuesto de base amplia sobre el consumo, lo que explica la baja razón de impuestos indirectos a impuestos totales. Algunos mecanismos que optimizarían el IVA son la tasa única (con opción a imponer impuestos específicos sobre artículos de lujo), la cobertura amplia (con exenciones solo para sectores difíciles de gravar, como los servicios financieros) y un umbral imponible inicialmente alto para lograr la eficacia en función de los costos. Un IVA del 15% y con estas características podría recaudar alrededor de un 5% del PIB. ■

Jemma Dridi y Patrick Imam

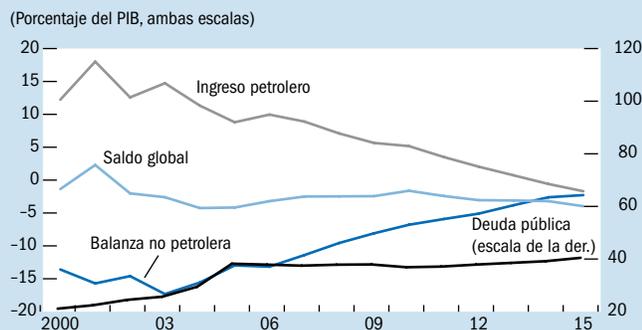
FMI, Departamento del Oriente Medio y Asia Central e Instituto del FMI

### El costo de la inacción frente a la acción

Si Siria no enfrenta la inminente pérdida de ingreso petrolero, su deuda pública podría alcanzar niveles insostenibles en 10 años.



Con medidas para una mejora sostenida de su balanza no petrolera, Siria afrontaría inminentes desafíos fiscales.



Datos: Autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.

Este artículo se basa en el informe *Syrian Arab Republic: Selected Issues* (IMF Country Report No. 06/295). Pueden adquirirse ejemplares al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la página 308. El texto completo, en inglés, puede consultarse en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## Un método para detectar los riesgos del balance de los países

Actualmente, las economías dependen más de los flujos de capital privado y por ende son más vulnerables a crisis de la cuenta de capital, en las que una considerable y repentina retirada de capital puede originar fuertes ajustes cambiarios. Muchas veces, las salidas de capital han desatado desequilibrios del balance, como en los casos de Corea y Tailandia a fines de los años noventa, en los que la creciente deuda de los bancos y las empresas —sin un aumento compensatorio del valor de los activos— minó la confianza de los inversionistas. En un documento de trabajo del FMI se presenta un mecanismo innovador que puede servir para medir el riesgo del balance en los sectores soberano, financiero y empresarial no financiero.

Este nuevo enfoque podría ser un valioso complemento del análisis de flujo tradicional, que se centra en la acumulación gradual de saldos fiscales y en cuenta corriente insostenibles, pero que tal vez no permite explicar plenamente la dinámica de las actuales crisis de la cuenta de capital.

Hasta hace poco, el método de los créditos contingentes era aplicado por muchos participantes en los mercados financieros, sobre todo las agencias de calificación crediticia para evaluar el riesgo de crédito de una empresa. El personal técnico del FMI ha ampliado este enfoque a fin de medir el riesgo del balance agregado en un marco multisectorial y analizar el riesgo de crédito de cada sector.

La aplicación de la metodología de créditos contingentes a un marco multisectorial permite examinar los vínculos entre los sectores empresarial, financiero y público, sobre todo en los casos en que se puedan estimar y valorar los efectos de retroalimentación entre sectores que podrían ser importantes.

### Ventajas de un método nuevo

En términos sencillos, el enfoque de los créditos contingentes del FMI elabora varios indicadores de riesgo basándose en información sobre el balance y los precios corrientes del mercado financiero, y tiene varias ventajas. Primero, por el hecho de utilizar información sobre el balance, se pueden detectar desequilibrios de los saldos que, de no corregirse, harían a un país vulnerable a shocks, lo cual es un complemento útil y esencial para el análisis de flujos, el fundamento de la supervisión que ejerce el FMI.

Segundo, como los precios del mercado engloban las opiniones y previsiones de muchos inversionistas, el enfoque es prospectivo, al contrario de un análisis basado solo en estados fi-

nancieros pasados. Tercero, al estimar el riesgo de crédito el método tiene en cuenta la volatilidad del mercado. La volatilidad es crucial para captar las variaciones del riesgo, sobre todo en tiempos de tensión, cuando pequeños shocks pueden cobrar impulso rápidamente y generar repercusiones sistémicas. Por último, el enfoque resume la evaluación de vulnerabilidad en una sola estadística fácil de interpretar, de modo que en cualquier momento se podrá saber si el balance está mejorando o deteriorándose.

### Detección de vulnerabilidades

¿Cómo podría utilizarse este sistema para evaluar la vulnerabilidad soberana o de un país? Mediante técnicas corrientes de fijación de precios de las opciones, se deriva una medida conocida como *distancia hasta una situación crítica*. Como su nombre lo indica, el indicador mide la “distancia” en términos de desviaciones estándar de los activos soberanos con respecto a un umbral de deuda crítico. Si los activos caen por debajo del umbral, se considera que el

emisor soberano se encuentra en una situación crítica que, de no atenderse, podría llevar a un incumplimiento. Cuanto más volátiles sean los activos soberanos o más cerca se encuentre su valor del umbral de deuda, mayor será la probabilidad de que se cruce ese umbral y de caer en situación de incumplimiento.

Para probar el método, los autores lo aplicaron al riesgo del balance soberano de 12 economías de mercados emergentes. Los indicadores de riesgo resultaron robustos y altamente correlacionados con los *spreads* del mercado. Su entorno multisectorial también permitió evaluar la transferencia del riesgo entre los balances interrelacionados de los sectores empresarial, financiero y público. En resumen, los resultados indican que el método podría servir para estimar y administrar el riesgo en sectores clave de una economía. ■

Cheng Hoon Lim

FMI, Departamento de Mercados Monetarios y de Capital

Este artículo se basa en el documento “Measuring and Analyzing Sovereign Risk with Contingent Claims” (IMF Working Paper No. 05/155), de Michael T. Gapen, Dale F. Gray, Cheng Hoon Lim y Yingbin Xiao. Pueden adquirirse ejemplares al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 308. El texto completo, en inglés, puede consultarse en [www.imf.org](http://www.imf.org).



Illustration Works

## El criterio de inflación de Maastricht: Lecciones para el futuro

Como parte del proceso conducente a la unión monetaria europea, los países debían adoptar tres criterios establecidos en el Tratado de Maastricht. Uno de ellos prescribía que la inflación en un año no podía superar en más de un 1½% el promedio de los tres Estados miembros de la Unión Europea (UE) con los precios más estables. El objetivo era poner a los países de alta inflación de la UE a la par con los de inflación baja antes de introducir el euro. Según un nuevo documento de trabajo del FMI, se alcanzó la meta de reducir la brecha inflacionaria entre los países. No obstante, también se ha alentado la adopción ad hoc de medidas a corto plazo para reducir la inflación, en lugar de reformas estructurales con beneficios económicos a más largo plazo. En el estudio se examinan las posibles repercusiones para los 10 nuevos miembros de la UE, que esperan integrarse en la unión monetaria en un futuro cercano.

Desde una perspectiva estrictamente numérica, el criterio de inflación tuvo un éxito rotundo: el diferencial de inflación entre los países de baja inflación y los de inflación alta, superior al 10% entre mediados de los años setenta y principios de los ochenta, se empezó a reducir a comienzos de los noventa, y en 1997 bajó a 2 ó 3 puntos porcentuales. Sin embargo, desde el punto de vista de la política, tuvo consecuencias imprevistas. Para satisfacer estos criterios, los países de la UE podían adoptar una política monetaria y reformas de mercado creíbles para reducir en forma más permanente la inflación, o podían aplicar medidas a corto plazo (por ejemplo, cambios en los precios regulados y los impuestos indirectos) u otras medidas para reducir la demanda e imponer moderación salarial.

¿Cuál de estas dos estrategias desinflationistas es más eficaz? La estrategia a corto plazo aseguró un rápido ingreso a la zona del euro, con el máximo respaldo político. La aplicación de reformas estructurales para reducir la inflación puede ser un proceso lento y podría haber retrasado la integración en la unión monetaria. No obstante, mediante una estrategia a más largo plazo los países se habrían integrado con una economía más sana.

A fines de los años noventa, todos los miembros de la UE, con el apuro por adoptar el euro, tomaron (en parte, al menos) medidas a corto plazo, y no reformaron los mercados de bienes y factores. Sin embargo, una vez que pasó el efecto de estas medidas, la inflación volvió a acelerarse en los países más regulados (véase el gráfico). En el corto plazo, el costo de “reducir la inflación ahora y reformar después” puede ser bajo, pero en el largo plazo es elevado. El mecanismo de transmisión de la política monetaria suele ser menos eficiente y los agentes económicos siguen adoptando sus decisiones en base a expectativas de mayor inflación. Esto aumenta el costo de la desinflación en el futuro. En cambio, los países que aplicaron reformas estructurales a más largo plazo tienen hoy mercados flexibles y mejores expectativas de baja inflación.

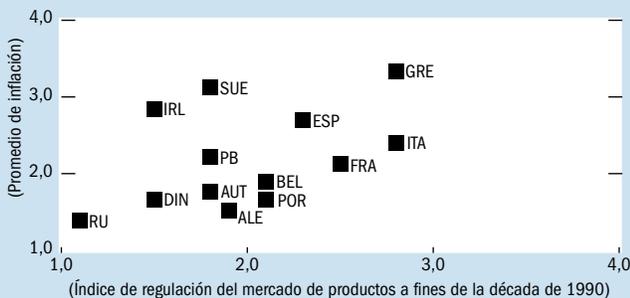
¿Qué trascendencia tienen los resultados obtenidos en los países miembros más antiguos de la UE para sus nuevos miembros (Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y la República Checa)? La simulación hecha por los autores indica que, en los países que no apliquen reformas económicas, el costo de reducir la inflación en el futuro será, probablemente, mucho más alto. Esta conclusión es válida tanto para los actuales miembros de la zona del euro como para sus miembros más nuevos. Para estos últimos, sería provechoso un criterio de inflación que reduzca el atractivo de una estrategia de desinflación a corto plazo. El breve período de prueba actual, de 12 meses, contemplado en el criterio de Maastricht podría alentar este tipo de estrategia. Un período más largo, que cubra todo el ciclo económico, puede ser preferible. La rigurosidad del criterio de inflación también provee un incentivo para aplicar medidas aisladas. Estos incentivos podrían reducirse al excluir del cálculo a los países con una brecha de producción negativa. ■

Aleš Bulíř (Instituto del FMI)

y Jaromír Hurník (Banco Nacional Checo)

### El costo de la regulación

En los países de la UE con mercados más regulados la inflación es más alta.



Nota: ALE = Alemania, AUT = Austria, BEL = Bélgica, DIN = Dinamarca, ESP = España, FRA = Francia, GRE = Grecia, IRL = Irlanda, ITA = Italia, PB = Países Bajos, POR = Portugal, RU = Reino Unido, SUE = Suecia. El índice indica el nivel de competitividad en el mercado de productos: cuanto más bajo, más competitivo es el mercado.

Datos: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; Paul Conway, Véronique Janod y Giuseppe Nicoletti, "Product Market Regulation in OECD Countries: 1998 to 2003", documento de trabajo del Departamento de Economía de la OCDE WKP (2005)6 (París: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, 2005), y cálculos de los autores.

Este artículo se basa en el documento "The Maastricht Inflation Criterion: How Unpleasant is Purgatory" (IMF Working Paper No. 06/154). Pueden adquirirse ejemplares al precio de US\$15. Véanse las instrucciones de pedido en la página 308. El texto completo, en inglés, puede consultarse en [www.imf.org](http://www.imf.org).

## ¿Es más eficaz un órgano de supervisión financiera que tres?

**E**n el pasado, la supervisión bancaria, de valores y de seguros, estaba en manos de organismos independientes. Sin embargo, en las últimas dos décadas ha aumentado considerablemente el número de órganos integrados a cargo de supervisar todo el sector financiero. ¿Proveen estos una supervisión mejor y más eficaz en función de los costos? En un documento de trabajo del FMI se hace un análisis empírico de este problema.

El rápido incremento de los órganos integrados de supervisión en los últimos 20 años se debe, en parte, a la creciente consolidación del sector financiero. A fines de 2004 había 29 órganos de supervisión plenamente integrados, que en este estudio se definen como organismos que se encargan, al menos, de la supervisión microprudencial de los bancos, los seguros y los mercados de valores.

### El impulso integrador

El aumento de la eficiencia y la capacidad para abordar los problemas derivados de la creación de conglomerados financieros son los principales argumentos en pro de una supervisión integrada. La fusión de múltiples órganos de supervisión debería reforzar la eficiencia, al evitar la duplicación de las funciones de apoyo. Naturalmente, se pueden lograr también sinergias más amplias. La desaparición de la línea divisoria entre los componentes tradicionales del sector financiero y la creación de conglomerados en muchos países industriales alienan una supervisión integrada, pues una cobertura uniforme minimiza las oportunidades para el arbitraje regulatorio.

No obstante, el modelo de supervisión integrada presenta inconvenientes. Primero, si los objetivos no están claramente especificados, un supervisor integrado podría ser menos eficaz que un supervisor sectorial. Segundo, si no existe coherencia en la regulación entre los distintos sectores, podría resultar difícil crear economías de gama. Tercero, si el órgano integrado es demasiado grande para ser administrado con eficacia podrían crearse desventajas de escala. Cuarto, si los participantes en el mercado consideran que los acreedores de todas las instituciones supervisadas por un órgano integrado recibirán la misma protección, podrían surgir problemas de riesgo moral en todo el sector financiero.

### Las ventajas

¿Se traduce la integración en una mejor supervisión? Para medir la calidad, los autores del estudio determinan en qué medida estos organismos cumplen con las normas internacionales de regulación bancaria, de valores y de seguros, formuladas, respectivamente, por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

(Principios básicos de Basilea para una supervisión bancaria efectiva), la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (Principios Básicos de Seguros de la AISS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores de la OICV).

Una simple comparación de la observancia en los países que usan la supervisión integrada respecto de otros países puede inducir a error. En general, existen órganos integrados de supervisión en las economías más desarrolladas que además tienen un mejor marco reglamentario, lo que, a su vez, está positivamente correlacionado con la aplicación de las normas para el sector financiero. Sin embargo, los órganos integrados generalmente cumplen en mayor medida las normas de supervisión del sector

bancario, incluso si se toma en cuenta el marco reglamentario general (el documento de trabajo indica que esto ocurre en tres de cada cuatro casos).

Se planteó la interrogante de si, en general, la observancia es mayor entre los órganos integrados de supervisión (tomando en cuenta el contexto reglamentario), para lo cual se efectuó un análisis de regresión. Los modelos de regresión incluyen una constante, un índice de desarrollo económico, el marco reglamentario global y un indicador de integración de un organismo regulador específico. Los resultados indican que, en general, los organismos integrados proveen una mejor supervisión bancaria y de seguros, y una mejor regulación de valores. Un análisis estadístico de la variación de su desempeño entre los tres sectores y los distintos componentes de la supervisión parece indicar también que la calidad de la supervisión es más constante entre los sectores que supervisan.

Los resultados indican que, en general, los organismos integrados proveen una mejor supervisión bancaria y de seguros, y una mejor regulación de valores. Un análisis estadístico de la variación de su desempeño entre los tres sectores y los distintos componentes de la supervisión parece indicar también que la calidad de la supervisión es más constante entre los sectores que supervisan.

Sin embargo, con la información disponible, es difícil determinar si la integración reduce o no los costos. Los autores no tuvieron acceso a datos sobre costos incurridos por las instituciones supervisadas, aunque pudieron determinar el número de funcionarios en los órganos integrados y otros organismos de supervisión. Se observó que el número de supervisores depende de la población y el nivel de desarrollo del país. No obstante, la existencia o falta de un órgano integrado no tiene un efecto importante en el personal de supervisión. ■

*Martin Čihák y Richard Podpiera*

*FMI, Departamento de Mercados Monetarios y de Capital*

Este artículo se basa en el documento "Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision" (IMF Working Paper No. 06/57), de Martin Čihák y Richard Podpiera. Pueden adquirirse ejemplares al precio de US\$15.

## Librería del FMI por Internet

A partir de este momento, algunas de las publicaciones más recientes del FMI pueden solicitarse por Internet. En octubre el FMI sacó a la luz un boletín electrónico trimestral para suscriptores, con un enlace para hacer pedidos en línea [www.imfbookstore.org/srcpromo.asp?src=NL2006&mlc](http://www.imfbookstore.org/srcpromo.asp?src=NL2006&mlc).

Según Cathy Willis, funcionaria de relaciones externas de la División de Redacción y Publicaciones del FMI, el boletín presenta el primer esfuerzo de la institución para promover la



### ***China and India Learning from Each Other: Reforms and Policies for Sustained Growth*** US\$35

China e India —los dos mercados emergentes de crecimiento más rápido y dos de las tres principales economías de Asia— ejercen creciente influencia en la economía mundial. Este libro contiene análisis de autoridades y asesores de alto nivel de ambos países, y recomendaciones concretas para lograr un desarrollo sostenible a largo plazo.



### ***India Goes Global: Its Expanding Role in the World Economy*** US\$22

India se ha transformado en una potencia económica mundial, principal destino de la tercerización y país favorito de los inversionistas internacionales. ¿Una edad de oro o un período de crecimiento rápido e insostenible? En este libro se examinan los fundamentos de su avance económico y las medidas necesarias para consolidar estos éxitos en el mediano plazo.



### ***2006 Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*** US\$149

El FMI es la única institución financiera internacional oficialmente encargada de dar a conocer los regímenes de cambio, las restricciones cambiarias y comerciales, y las medidas prudenciales que adoptan sus 184 países miembros. Este volumen, que se publica desde 1950 y se actualiza todos los años, se funda en una base de datos del FMI que contiene información sobre los regímenes de cambio de sus miembros, incluidos datos históricos.

consulta de sus publicaciones a través de Internet. “El FMI publica continuamente nuevos títulos, pero la búsqueda siempre ha estado en manos del cliente”, señaló. “Mediante este programa, ayudamos a nuestros usuarios a mantenerse al día con respecto a nuestras publicaciones y prestamos asistencia a nuevos lectores”.

Los siguientes son algunos de los títulos destacados en el actual boletín:



### ***Pacific Island Economies*** US\$25

Los países insulares del Pacífico tienen buenas perspectivas de desarrollo, sobre todo en las áreas de turismo, pesca, silvicultura, minería y agricultura. Sin embargo, también afrontan ciertos obstáculos: su pequeño tamaño, su distancia de los mercados más importantes y su vulnerabilidad frente a los desastres naturales. En este libro se examinan los problemas regionales y los factores que afectan a esos países.



### ***The Caribbean: From Vulnerability to Sustained Growth*** US\$28

Los países miembros de la Unión Monetaria del Caribe Oriental han gozado de un prolongado período de estabilidad cambiaria y de precios, aunque recientemente han sufrido algunas perturbaciones adversas. Para fomentar el crecimiento, estos países deben integrarse en la economía mundial, fomentar el turismo y mantener la estabilidad macroeconómica. En este volumen se examinan los aspectos de ese proceso.



### ***Central America: Structural Foundations for Regional Financial Integration*** US\$28

La actividad financiera intrarregional en América Central ha aumentado considerablemente en la última década, y ha contribuido al desarrollo económico. No obstante, la creciente actividad de los conglomerados regionales ha hecho más difícil mitigar el riesgo de contagio. En este libro se examinan los problemas comunes de política para la reforma del sector financiero en la región.

Para suscribirse al boletín electrónico, o solicitar información sobre las publicaciones del FMI, sírvase dirigirse al servicio para clientes del Servicio de Publicaciones del FMI, por correo electrónico ([publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)) o por teléfono (202-623-7430).

## El “Doctor Desastre”

En los últimos meses, Nouriel Roubini, de la Universidad de Nueva York, se ha autocalificado como el “Doctor Desastre” por su pesimismo en torno a las perspectivas económicas de Estados Unidos y el mundo. ¿Por qué el desaliento? El mes pasado, en una conferencia en el FMI, Roubini explicó sus motivos, destacando la caída prevista del sector de la vivienda; pero el panelista Anirvan Banerji, del Economic Cycle Research Institute, no quedó convencido.

Moderó el panel el Subdirector del Departamento de Estudios del FMI, Charles Collyns, quien dijo que “el sitio de Roubini y su blog son quizá los sitios web sobre economía más leídos por los funcionarios del FMI”. Collyns también señaló que la “notable asistencia” al seminario de Roubini —unos 300 funcionarios— podría obedecer no solo al gran interés profesional, sino también al considerable interés personal “ya que muchos tenemos”, dijo, “por lo menos una parte importante de nuestra cartera personal sujeta al riesgo del mercado inmobiliario de Washington”.

### Si Estados Unidos estornuda . . .

En opinión de Roubini, una desaceleración del mercado de la vivienda sería un factor clave para precipitar una recesión en Estados Unidos el próximo año y un “aterrizaje brusco mundial”. La “caída de la vivienda”, afirmó, es el más importante de los tres “factores bajistas” en la economía estadounidense; los otros son los elevados precios del petróleo y las crecientes tasas de interés. En los últimos años, Estados Unidos ha registrado un auge del consumo gracias a los bajos niveles de los precios del petróleo y las tasas de interés, y muchos consumidores han utilizado el capital inmobiliario como “cajero automático”. Ahora, advirtió, es inminente un “agotamiento del consumidor”.

Roubini estableció un paralelismo entre la situación actual y la de principios de 2001, la última vez en que la economía estadounidense entró en recesión: “Actualmente, la sobreoferta no es de bienes tecnológicos, sino de vivienda y de bienes de consumo duraderos”. Aunque la Reserva Federal reduzca las tasas de interés en los próximos meses, dijo, no evitará la recesión, “por el mismo motivo que esa política no funcionó en 2001”. Si hay sobreoferta, explicó Roubini, “hay que manejarla, y en la práctica las tasas de interés no importan”.



Roubini considera que tres factores bajistas impulsan a Estados Unidos hacia la recesión.

Algunos sostienen que “aunque Estados Unidos entrara en recesión o desaceleración, el resto del mundo no se vería afectado”, ya que la demanda interna en Asia y Europa tiene suficiente impulso; pero Roubini cuestionó esta idea, señalando que la fuerte dependencia de la exportación hacia Estados Unidos hace que “cuando Estados Unidos estornuda, el resto del mundo se resfríe”, y además muchos países tienen pocas posibilidades de aplicar una política expansiva en caso de desaceleración, en vista de las presiones inflacionarias o las restricciones fiscales, y algunos también tienen sus propias desaceleraciones inmobiliarias.

### Elegir la analogía correcta

Banerji presentó una evaluación más mesurada de las perspectivas de Estados Unidos. Si bien elogió el hecho de que Roubini “cuestione un consenso despreocupado”, criticó mucho lo que llamó “previsiones por analogía”. Banerji considera que “son diversos los factores que han ayudado a crear cada recesión” en las últimas décadas en Estados Unidos, y no se mostró convencido de que la comparación que hace Roubini con la situación de principios de 2001 sea mejor que la comparación con “el aterrizaje suave de mediados de los noventa”. “Pronosticar por analogía es tentador, pero es difícil escoger la analogía correcta”, observó. ■

Prakash Loungani

FMI, Departamento de Relaciones Externas



Laura Wallace  
Directora

Sheila Meehan  
Redactora responsable

Jeremy Clift  
Jefe de producción

Camilla Andersen

Elisa Diehl

Ina Kota

James Rowe  
Redactores

Maureen Burke

Lijun Li

Kelley McCollum  
Ayudantes de redacción

Julio Prego  
Diseñador gráfico

### Edición en español

División de Español  
Departamento de Tecnología  
y Servicios Generales

Rodrigo Ferrerosa  
Traducción

Magaly B. Torres  
Corrección de pruebas

Adriana Vilar de Vilaríño  
Composición gráfica

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

El precio de la suscripción anual, para empresas privadas y particulares, es de US\$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](mailto:publications@imf.org).

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