

EN ESTE NÚMERO

- 118 Indicadores**
- 119 Actualidad**
De Rato y los riesgos financieros y comerciales
Murilo Portugal visita África
- 120 Panorama regional**
Escenarios de crecimiento para América Latina
- 122 Panorama nacional**
Programa de reforma para Iraq
- 124 Políticas**
Reestructuración de la deuda
- 126 Análisis**
Cinco documentos de trabajo
- 128 Foro**
Tipos de cambio según Perspectivas de la economía mundial

De Rato examina los riesgos de la globalización

Pág. 119

El Director Gerente del FMI, Rodrigo de Rato, dijo que en un mundo cada vez más interdependiente, los mayores riesgos y oportunidades están en la globalización financiera y el comercio. Formuló inquietudes sobre los fondos de cobertura, que están atrayendo grandes inversiones de los normalmente cautelosos fondos de pensiones. También abogó por una feliz conclusión de la Ronda de Doha para contrarrestar el creciente proteccionismo.



Eugene Salazar/FMI

América Latina: Mejor equipada frente a la adversidad

Pág. 120

Aunque América Latina sigue sensible a la evolución económica y financiera externa, no sufriría demasiado si se deterioran un poco las condiciones económicas. Pero se vería seriamente afectada en el caso improbable de una fuerte caída del crecimiento mundial o de los precios de los productos básicos, o de un drástico encarecimiento del crédito, según concluyó el FMI en un análisis especial de la región y su sensibilidad al entorno externo.



Mauricio Lima/AFP

Iraq trata de estabilizar y reformar su economía

Pág. 122

Ante el deterioro de la seguridad, Iraq ha luchado por mantener la estabilidad macroeconómica y crear condiciones para el crecimiento. Si bien la inflación ha bajado (tras superar el 65% en 2006), al final del año el crecimiento fue apenas del 3%. Pese a los intentos por elevar la producción de petróleo, esta se ha mantenido cercana a 2 millones de barriles por día. Las autoridades han iniciado una serie de reformas estructurales para modernizar el sector financiero, reducir los subsidios y liberalizar las importaciones de combustibles.



Aref Hassani/Reuters

Gran diversidad de los estudios económicos

Pág. 126

Estudios recientes del FMI permiten apreciar la diversidad del trabajo de sus economistas. Así, se destacan cinco documentos de trabajo recientes que tratan temas tan diversos como las perspectivas de crecimiento sostenido en África, la función de los flujos de capital en Europa, la subestimación del crecimiento real en Brasil, las lecciones de las tendencias mundiales en cuanto a la autonomía del banco central y el nivel óptimo de las reservas de las economías de mercados emergentes.



Gianluigi Guercia/AFP

Nota a los suscriptores

Cambio de frecuencia del *Boletín del FMI*

El *Boletín del FMI* está modernizándose. Para facilitar la consulta de nuestro contenido y permitir actualizaciones más frecuentes, pronto aparecerá una versión en el sitio del FMI en Internet, *www.imf.org*. Al mismo tiempo, la versión impresa se publicará en forma mensual en lugar de quincenal.

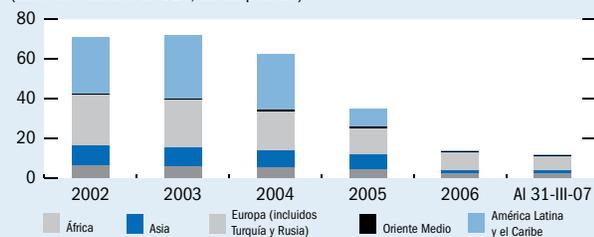
Motivos del cambio: Las encuestas entre los lectores han indicado la necesidad de un acceso más inmediato y frecuente al contenido del *Boletín del FMI*. Al mismo tiempo, han manifestado la necesidad de un compendio de las noticias y estudios del FMI. Para satisfacer estas necesidades desiguales, y en vista de los diversos niveles de acceso a Internet en todo el mundo, el *Boletín del FMI* planea lanzar una edición electrónica periódicamente actualizada y accesible a través de *www.imf.org*, mientras sigue ofreciendo un compendio mensual impreso.

Elección de formato: Los lectores que deseen actualizaciones frecuentes podrán suscribirse gratuitamente al sistema de notificación del FMI por correo electrónico, en la página inicial del FMI en Internet. Quienes prefieran la versión impresa podrán suscribirse a la edición mensual.

Indicadores

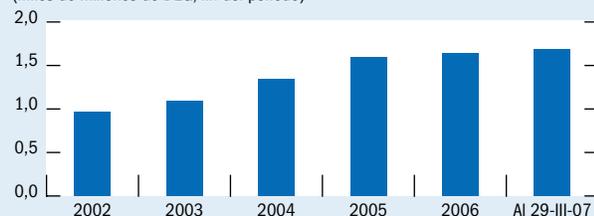
Crédito total del FMI y préstamos pendientes de reembolso, por región

(Miles de millones de DEG, fin del período)



Alivio de la deuda de los PPME¹

(Miles de millones de DEG, fin del período)



¹Desembolsos acumulados en el marco de la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados.

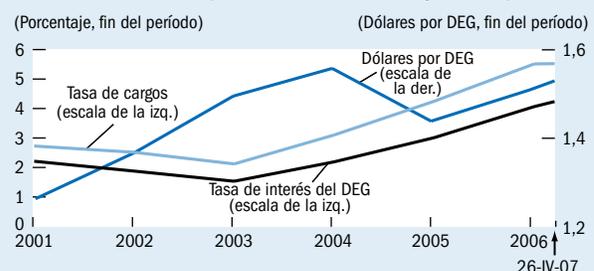
Nota: Los derechos especiales de giro o DEG son un activo de reserva internacional creado por el FMI en 1969 para complementar las reservas oficiales de los países miembros. Los DEG se asignan a los países en proporción a su cuota en el FMI.

Principales monedas, tipos de cambio frente al DEG

	30 de abril de 2007	Un año atrás (28 de abril de 2006)
Dólar de EE.UU.	1,52	1,52
Euro	1,120	1,173
Libra esterlina	0,764	0,813
Yen japonés	182,29	168,14

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.

Preocupan a De Rato los fondos de cobertura y el comercio

El Director Gerente del FMI, Rodrigo de Rato, dijo el 2 de mayo que, en un mundo cada vez más interdependiente, dos de las áreas que ofrecen más oportunidades y riesgos son la globalización financiera y el comercio. Expresó inquietudes acerca de los fondos de cobertura, que están captando inversiones de los tradicionalmente cautelosos fondos de pensiones, y abogó por una feliz conclusión de la Ronda de Doha para frenar el creciente proteccionismo.

En un discurso ante el Consejo de las Américas, en Washington, De Rato observó que a los fondos de pensiones les corresponde casi el 30% de la inversión de los fondos de cobertura, unos fondos en que los inversionistas pudientes se arriesgan más para obtener mayores rendimientos. “Quizá los fondos de pensiones estén utilizando las inversiones en esos fondos para diversificar sus riesgos, pero una situación en que casi un tercio del capital de instituciones al borde del riesgo financiero proviene de otras cuya prioridad es la seguridad ciertamente debe analizarse”, manifestó.

En general, dijo De Rato, los hechos recientes llevan a preguntarse si los fondos de cobertura hacen más eficientes a los mercados financieros, mejorando la liquidez y distribuyendo los riesgos entre los inversionistas “más preparados para asumirlos”. Estos fondos (cuyo número estimó en unos 9.500 en todo el mundo) no solo están captando dinero de fuentes tradicionalmente cautelosas como los fondos de pensiones, sino que algunos rendimientos se acercan a la media del mercado, lo cual “genera dudas sobre su contribución a la diversificación del riesgo”.

De Rato afirmó que en general concuerda con el grupo de trabajo de la administración Bush sobre asuntos financieros en que los riesgos de los fondos de cobertura deben controlarse “principalmente mediante diligencia debida de los inversionistas, gestión del riesgo de la contraparte y exclusión de inversionistas inexpertos”, pero que a medida que cambia la estructura del mercado, las autoridades deben adaptar una supervisión “que proteja mejor al inversionista y reduzca los riesgos sistémicos y la vulnerabilidad”.

Manifiestó que otros fenómenos de los mercados financieros de Estados Unidos “merecen atención” de las autoridades de ese país



Al Director Gerente del FMI, Rodrigo de Rato, le preocupan las crecientes inversiones de los fondos de pensiones en fondos de cobertura.

y de América Latina, una región que podría sufrir los efectos secundarios de una contracción financiera en Estados Unidos (véase el artículo de la pág. 120). Los problemas del mercado hipotecario de alto riesgo “tal vez aún no se hayan traducido en dificultades financieras y ejecuciones hipotecarias y bien podrían prolongar la fase recesiva del mercado de la vivienda”, agregó. De Rato ve “grandes riesgos en el reciente aumento de las adquisiciones apalancadas de empresas por parte de fondos de capital riesgo”, ya que de fracasar algunos negocios podría aumentar la aversión al riesgo, las empresas con menor calificación podrían perder acceso al mercado y las perspectivas de inversión y crecimiento desmejorar.

De Rato dijo que es importante llevar la actual ronda de negociaciones comerciales “a una conclusión que genere reformas de gran alcance”. Aunque se requerirán “muchas manos” para concluir la ronda, “Estados Unidos será crucial para su éxito”. Seguramente el gobierno de Estados Unidos necesitará una “prórroga de las facultades para negociar por la vía rápida”, que vencen el 30 de junio. “Las condiciones de la prórroga dependerán del Congreso, pero los resultados de esa decisión serán importantes no solo para Estados Unidos sino también para el resto del mundo”, añadió. ■

Murilo Portugal destaca la asistencia técnica del FMI en su viaje a África

El Subdirector Gerente del FMI, Murilo Portugal, dijo que Tanzania ofrece un buen ejemplo de la forma en que el FMI, a través de los centros regionales de asistencia técnica, puede ayudar a los países a mejorar la gestión pública. Tanzania y el Centro de Asistencia Técnica de África Oriental del FMI colaboran en el desarrollo de capacidades en gestión financiera pública, administración de rentas, y operaciones bancarias y monetarias.

Portugal, en una gira por Tanzania, Burundi y Rwanda, destacó los esfuerzos del primero de estos países por reforzar el departamento de recaudación de impuestos y el de grandes contribuyentes, lo cual “ha generado un gran aumento de las recaudaciones en los dos últimos años”. Dijo que la asistencia técnica está creando un acervo de conocimientos en África y que la mejora de las operaciones de los gobiernos es importante para reducir la pobreza.

Escenarios de riesgo

América Latina: Mejor equipada frente a la adversidad

América Latina creció en forma sostenida al ritmo más acelerado de más de tres décadas. Parte de ese éxito obedece a políticas económicas sólidas, pero otra parte se debe a factores externos benignos: pujante crecimiento mundial, altos precios de los productos básicos y condiciones financieras favorables.

En el estudio *Perspectivas de la economía mundial* del FMI, se prevé una continuación del entorno externo favorable que se traducirá en al menos otros dos años de sólido crecimiento en la región con un aumento del PIB real ligeramente inferior al 5% para 2007 y del 4¼% para 2008. Puesto que América Latina ha sido tradicionalmente sensible a los cambios del entorno global (el FMI estima que casi la mitad de la variación en el crecimiento a largo plazo desde mediados de los años noventa puede atribuirse a factores externos), el Departamento del Hemisferio Occidental del FMI realizó una estimación de dicha sensibilidad. Para ello construyó un modelo integrado por las seis mayores economías de la región: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, que juntos representan el 90% del producto latinoamericano, y denominó a ese grupo “AL6”.

Según la proyección del modelo, el crecimiento de América Latina no sufriría mucho ante una variación del entorno externo con una probabilidad razonable de ocurrir a mediano plazo, pero de producirse un acusado deterioro en el crédito, una gran disminución de los precios de los productos básicos o un crecimiento mundial mucho menor de lo previsto (que el FMI considera muy improbables), el crecimiento del PIB real se vería seriamente afectado.



En Brasil un granjero cosecha soja, uno de los productos cuyo aumento de precios ha beneficiado a las economías latinoamericanas.

John Maier/KRT Photos

Evaluación de la sensibilidad ante los shocks externos

Con base en *Perspectivas de la economía mundial*, el FMI señaló cuatro tipos de riesgos foráneos a la región:

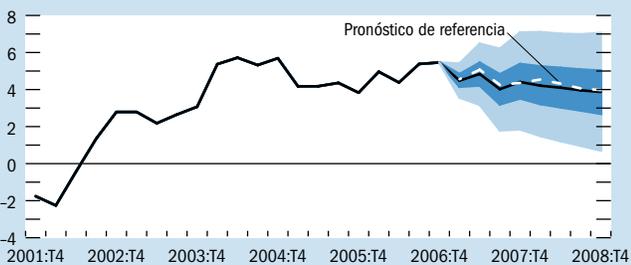
- Una moderada desviación (al alza o a la baja) del crecimiento mundial con respecto a las previsiones.
- Un acusado descenso del crecimiento mundial, de llegar a producirse una “corrección perturbadora” de los desequilibrios mundiales (un escenario poco probable).
- Mayores descensos de los precios de los productos básicos no combustibles que los previstos en el estudio.

Gráfico 1

Desaceleración moderada

Si el crecimiento mundial fuese ligeramente inferior al previsto, el crecimiento del PIB real en los países de AL6¹ no se afectaría considerablemente.

(Porcentaje)



■ 50% de las desviaciones con respecto al pronóstico de crecimiento de referencia estarán en este rango.

■ 90% de las desviaciones con respecto al pronóstico de crecimiento de referencia estarán en este rango.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, 2007, y cálculos del personal técnico.
¹ AL6 está integrado por Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Gráfico 2

Si la economía mundial se desploma

Si el crecimiento mundial fuese sustancialmente inferior al previsto, el crecimiento del PIB real en los países de AL6¹ se afectaría seriamente.

(Porcentaje)



■ 50% de las desviaciones con respecto al pronóstico de crecimiento de referencia estarán en este rango.

■ 90% de las desviaciones con respecto al pronóstico de crecimiento de referencia estarán en este rango.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, 2007, y cálculos del personal técnico.
¹ AL6 está integrado por Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Gráfico 3

Impacto de los precios de los productos básicos

Un descenso del 20% en los precios de los productos básicos supondría un crecimiento menor del PIB real en los países de AL6¹ pero aun así sólido.



Pero una caída del 50% generaría una seria desaceleración del crecimiento del PIB real en los países de AL6¹.



■ 50% de las desviaciones con respecto al pronóstico de crecimiento de referencia estarán en este rango. ■ 90% de las desviaciones con respecto al pronóstico de crecimiento de referencia estarán en este rango.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial, 2007*, y cálculos del personal técnico. ¹ AL6 está integrado por Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

- Una gran contracción del crédito mundial, quizás a raíz de un alejamiento del riesgo, una crisis de los mercados emergentes o algún otro shock que genere un gran aumento de las tasas de interés para la deuda de esos mercados.

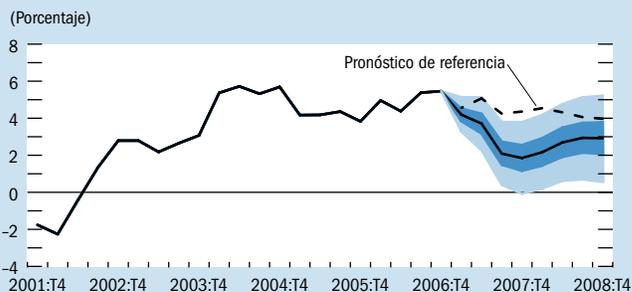
El FMI concluyó que de los tres escenarios de crecimiento, “solo una desaceleración mundial acusada produciría un impacto significativo sobre el crecimiento de América Latina”. Incluso una mayor desaceleración en Estados Unidos “produciría un impacto nulo sobre el crecimiento de AL6” (gráfico 1), pero una “corrección perturbadora de los desequilibrios mundiales”, si bien considerada muy improbable, “no solo surtiría efectos más fuertes a través del comercio, sino que también podría generar primas de riesgo y de vencimientos mucho mayores en Estados Unidos”. En ese caso, el modelo prevé una grave desaceleración y el crecimiento en América Latina bajaría a 2¾% en este año y a 1½% en el próximo año (gráfico 2).

El modelo del FMI pinta un escenario semejante para los precios de los productos básicos, fuente principal de crecimiento en los últimos tres años, que según *Perspectivas de la*

Gráfico 4

Shock del financiamiento

Si las condiciones del crédito se deterioran, el crecimiento del PIB real en los países de AL6¹ se afectaría pero no tanto como en el caso de un fuerte descenso del crecimiento mundial o una caída del 50% en los precios de los productos básicos.



■ 50% de las desviaciones con respecto al pronóstico de crecimiento de referencia estarán en este rango. ■ 90% de las desviaciones con respecto al pronóstico de crecimiento de referencia estarán en este rango.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial, 2007*, y cálculos del personal técnico. ¹ AL6 está integrado por Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

economía mundial se moderarán un poco. América Latina podría resistir un descenso del 20%. El crecimiento disminuiría, pero seguiría pujante, de 3½% este año y 3¾% en 2008 (gráfico 3). Un descenso del 50%, en cambio, “originaría una severa desaceleración, casi de la misma magnitud que una corrección perturbadora de los desequilibrios mundiales”. El crecimiento de AL6 bajaría a un promedio de 3% este año (peor en el segundo semestre) y 1¼% en 2008.

Un shock financiero que elevara en 400 puntos básicos los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes y en 200 puntos básicos los de los bonos de alto rendimiento de Estados Unidos afectaría seriamente el crecimiento de AL6, pero menos que una crisis mundial o un descenso del 50% en los precios de los productos básicos (gráfico 4). El crecimiento bajaría a menos del 3% este año y al 2¾% el próximo.

Puesto que el entorno externo ha sido tan benigno por tanto tiempo, los economistas del FMI concluyen que, en general, el riesgo de que el crecimiento se desvíe de sus proyecciones “se inclina un poco a la baja”. Algunos riesgos, poco probables, podrían llevar a un crecimiento mucho menor que lo previsto, pero no existe “un escenario compensatorio... que implique un crecimiento mucho mayor a corto plazo”.

El informe concluye que para reducir su vulnerabilidad ante los shocks, América Latina debe reducir más su deuda pública, flexibilizar los presupuestos y tipos de cambio, fortalecer los sistemas financieros y diversificar su estructura exportadora. ■

Pueden adquirirse ejemplares de *Perspectivas económicas: Las Américas*, de abril de 2007, al precio de US\$31. Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 128. El texto completo puede consultarse en www.imf.org.

Iraq toma medidas para estabilizar y reformar su economía

Cuando el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un acuerdo de derecho de giro con carácter precautorio por 15 meses en diciembre de 2005, Iraq puso en marcha un amplio programa de reforma económica. El gobierno buscaba reconstruir el sector petrolero, que origina dos tercios del PIB nacional; reducir paulatinamente subsidios generalizados e ineficientes y liberar recursos para mejorar servicios públicos como infraestructura, educación, atención de la salud y seguridad; y mantener el dinar más o menos estable frente al dólar de EE.UU. como ancla de estabilidad macroeconómica. En marzo de este año, al término de esos 15 meses, el FMI pasó revista al programa de reforma iraquí. A continuación se presentan los resultados.

El deterioro imprevisto de las condiciones de seguridad, sobre todo durante el segundo semestre de 2006, exacerbó enormemente el sufrimiento humano y el desplazamiento de un gran número de habitantes. Las autoridades también lucharon por mantener la estabilidad macroeconómica y crear condiciones propicias para un crecimiento sostenible a mediano plazo.

En 2006 se adoptó un presupuesto que tenía por fin controlar el crecimiento del gasto corriente y recortar los subsidios a los combustibles para permitir concentrar los recursos en la reconstrucción, sobre todo del sector petrolero. Pese a las difícilísimas circunstancias, en gran medida se lograron varios de esos objetivos, pero debido a la violencia generalizada, la poca capacidad de implementación y la escasez mundial de bienes de inversión para el sector petrolero, la tasa de ejecución de las inversiones rondó apenas 40%. Aunque el gobierno tenía un superávit presupuestario global de alrededor del 11% del PIB, esto fue a expensas de una inversión sumamente necesaria, especialmente en el sector petrolero.



Las autoridades iraquíes tienen dificultades para expandir la producción petrolera porque la inversión es inferior a lo previsto.

La falta de inversión impidió expandir la producción de petróleo, que se mantuvo en unos 2 millones de barriles diarios, igual que el año anterior. El crecimiento del PIB real, inicialmente proyectado en más del 10%, cerró el año con apenas 3%.

Ambicioso programa de reformas

Para acelerar la transición a una economía de mercado, las autoridades lanzaron también un ambicioso plan de reforma estructural. En el ámbito fiscal, inauguraron un sistema moderno de gestión de la información sobre finanzas públicas y el parlamento nacional está estudiando enmiendas para dar sostenibilidad a la ley de pensiones. La inseguridad y las limitaciones de capacidad han demorado la puesta en marcha de otras medidas, como un censo de la función pública y la adopción de un nuevo sistema de clasificación presupuestaria, conforme a las pautas del FMI.

En el ámbito financiero, las autoridades instalaron, junto con la asistencia del FMI, un moderno sistema de pagos, e iniciaron la puesta a punto de los sistemas de contabilidad, declaración y auditoría del banco central. Simultáneamente, están reestructurando los bancos estatales e instituyendo un nuevo sistema de supervisión bancaria.

Gráfico 1

Un salto sorpresivo

La constante inseguridad creó una escasez de productos básicos fundamentales en Iraq y disparó la inflación entre fines de 2005 y de 2006.



*Excluye combustible y transporte.

Fuente: Banco Central de Iraq.

Entre las reformas del sector petrolero cabe mencionar la aprobación de una ley que liberaliza la importación de productos combustibles, la aprobación en el Consejo de Ministros de un proyecto de ley de hidrocarburos muy necesario, y la eliminación a partir de este año de todos los subsidios presupuestarios directos a los combustibles, excepto el queroseno.

Evolución desfavorable

Aun así, el salto sorpresivo de la inflación, de 32% a fines de 2005 a 65% un año después, despertó graves inquietudes (gráfico 1). La causa principal fue la escasez de productos básicos fundamentales, sobre todo combustibles, en gran medida a raíz de la constante inseguridad. En un sondeo reciente, el 62% de los encuestados se quejó de la falta de artículos básicos del hogar, en comparación con el 38% en 2005. Pero la inflación básica (excluidos el combustible y el transporte) también fue persistentemente elevada, en torno al 30%. Teniendo en cuenta que el Banco Central de Iraq (BCI) mantuvo un control firme de los dinares en circulación mientras el presupuesto estaba en superávit, el elevado nivel de inflación parece haberse sustentado en la fuerte dolarización en efectivo de la economía.

A mediados de noviembre de 2006, las autoridades respondieron decisivamente. Uno de los objetivos del presupuesto para 2007 fue impedir que el gasto corriente agudizara la presión inflacionaria sobre el pequeño sector no petrolero de la economía. Entre tanto, el BCI decidió una fuerte alza de la tasa de interés de intervención y permitió que el dinar se apreciara frente al dólar aprovechando el cómodo nivel de reservas internacionales (que cubrían casi seis meses de importaciones). Estas medidas tenían por objeto desdolarizar la economía para poder controlar mejor las condiciones monetarias y reducir a la vez la inflación importada. La política parece haber dado cierto resultado, ya que estimuló la demanda de moneda local. Además, en

febrero de 2007 la inflación global bajó a 37%, en tanto que la básica cayó a 24%, y en marzo se registraron cifras parecidas. Pero sería prematuro proclamar victoria sobre la inflación.

Ajustes de los precios de los combustibles

Aunque en un principio se toparon con una resistencia política empecinada, en diciembre de 2005 las autoridades comenzaron a subir poco a poco los precios de los combustibles, hasta ese momento sumamente bajos aun en comparación con el resto de la región: en Bagdad, el litro de gasolina regular costaba 3 centavos, y fuera de la capital, menos de la mitad. Pero como la escasez y la inflación empeoraron durante 2006, era apremiante solucionar los estrangulamientos de la oferta en el mercado de los combustibles.

Las autoridades actuaron en dos frentes: primero, incrementaron el precio de los productos combustibles para desincentivar el contrabando y, segundo, le permitieron al sector privado importarlos. En marzo de 2007, el precio de la gasolina regular y súper estaba cerca del promedio de los demás exportadores de petróleo de Oriente Medio y Norte de África, y el del diésel superaba el promedio regional (gráfico 2).

Una consecuencia importante de esa alza de precios fue la disminución de los subsidios presupuestarios, que permitió reasignar recursos a servicios públicos prioritarios. Aun así, los precios oficiales de los combustibles siguen siendo inferiores a los precios del mercado negro que la mayoría de la población se ve obligada a pagar. En general, los iraquíes parecen haber aceptado el encarecimiento del combustible porque les importa más contar con un suministro regular.

Se espera que, tras la aprobación en octubre pasado de la nueva ley que permite la importación privada, el alza de los precios de los combustibles estimulará la actividad privada en el sector, y que la mejora de la disponibilidad de combustibles en 2007 empujará a la baja los precios del mercado negro y aliviará la presión inflacionaria.

El camino por delante

Iraq está entrando en una etapa decisiva de estabilización y recuperación económica. En los últimos 15 meses surgieron indicios alentadores de fortalecimiento de las políticas económicas y ejecución de reformas estructurales. Pero queda mucho por hacer. De cara al futuro, el marco de la política económica respaldado por el acuerdo de derecho de giro contribuirá también al Pacto Internacional con Iraq. La esperanza es que esta nueva asociación con la comunidad internacional contribuya a mejorar la situación política y afianzar la seguridad, de lo cual depende el desarrollo económico futuro de Iraq. ■

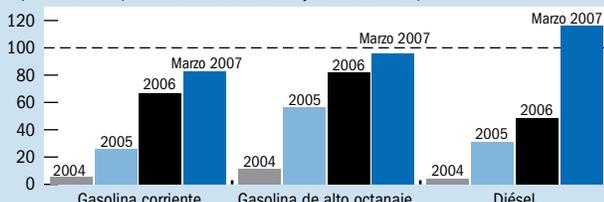
*Erik de Vrijer, Edward Gemayel y Udo Kock
FMI, Departamento del Oriente Medio y Asia Central*

Gráfico 2

Alza de los precios de los combustibles

Hasta hace poco, los precios de los combustibles en Iraq eran una fracción de los de otros países exportadores de petróleo de la región.

(Porcentaje de los precios promedio de los combustibles en otros países exportadores de petróleo de Oriente Medio y Norte de África)



Nota: Se supone que en los países de referencia no hay alzas de precios en 2007. La línea de puntos indica el promedio regional.
Fuentes: Banco Central de Iraq y cálculos del personal técnico del FMI.

Reestructuración de la deuda soberana y sostenibilidad

En los últimos años varias economías de mercados emergentes sufrieron problemas con la deuda soberana por razones variadas y complejas, como exceso de endeudamiento, recesiones prolongadas, crisis bancarias o políticas y desalineaciones cambiarias. Eso las obligó a reestructurar las obligaciones de deuda soberana para restablecer la sostenibilidad. Un estudio reciente del FMI pasa revista a ocho países que reestructuraron la deuda con acreedores privados entre 1998 y 2005 —Argentina, Ecuador, Moldova, Pakistán, la República Dominicana, Rusia, Ucrania y Uruguay— y examina las condiciones que rodearon las operaciones de deuda originales, evalúa los resultados de la reestructuración y sopesa si se logró restablecer efectivamente la sostenibilidad.

Rumbo a la crisis

Aunque antes de la crisis no era igual en todos los países, la relación deuda pública/PIB subió con rapidez a medida que empeoraron las condiciones económicas y financieras. Ese deterioro se debió más que nada a los efectos de la veloz depreciación de la moneda en la deuda denominada en moneda extranjera, la desaceleración de la economía, el aumento de la carga por intereses y el costo fiscal de apuntalar a un sector financiero agobiado (véase el gráfico). Con una deuda más pesada y un acceso más limitado a los mercados, la atención del servicio de la deuda se complicó y culminó en cesaciones de pagos o en la necesidad urgente de evitarlas mediante una reestructuración.

Alivio de la deuda

Los ocho países terminaron concertando acuerdos de reestructuración de la deuda que los acreedores estimaron aceptables (con

importantes excepciones en el caso de Argentina). La amplitud de la reestructuración dependió, en general, del porcentaje adeudado a acreedores privados y el grado de alivio que obtuvo cada país fue muy diferente (véase el cuadro). En principio, el monto del alivio debería estar determinado por el objetivo de lograr un endeudamiento sostenible, y no es sorprendente que haya variado tanto si se tienen en cuenta las grandes diferencias económicas y financieras entre país y país. Pero uno de los mayores interrogantes es si contribuyó a restablecer la sostenibilidad. La respuesta no resulta fácil porque las operaciones de deuda tuvieron lugar en medio de cambios económicos y modificaciones a las políticas, pero aun así es posible analizar si, sumadas a la adopción de medidas económicas acertadas, dieron el resultado deseado.

- **El tema:** ¿Qué revela un análisis multinacional sobre el restablecimiento de la sostenibilidad de la deuda en casos de reestructuración soberana?

- **Conclusiones:** En general la experiencia es positiva, pero algunas reestructuraciones preventivas no lograron eliminar vulnerabilidades considerables.

- **El debate:** Como el número de observaciones es pequeño, no se sabe con certeza si los incentivos de los deudores en las reestructuraciones preventivas alteran sistemáticamente los resultados.

Criterios de evaluación de la sostenibilidad

El estudio del FMI recurre a varios criterios económicos para evaluar el restablecimiento de la sostenibilidad, considerando los aspectos de solvencia y liquidez que este concepto abarca (pero sin intentar evaluar otros factores que también pueden influir en las probabilidades de crisis, como los riesgos políticos). Dado que estos conceptos están de por sí ligados al futuro, toda evaluación implica necesariamente elementos subjetivos, incluso sobre la probabilidad de que surjan problemas de deuda.

- **Evolución de los niveles de deuda pública y sistemas de alerta anticipada.** Las crisis de deuda ocurren con una gran variedad de índices de deuda y no hay un nivel obvio que permita determinar claramente cuándo la deuda pasa de sostenible a insostenible. Sin embargo, en los últimos 30 años el 60% de las crisis de deuda soberana estalló cuando el nivel de deuda durante el año anterior a la crisis había superado el 39% del PIB. A su vez, una relación deuda/PIB del 80% está vinculada a un 50% de probabilidades de crisis. Con la ayuda de un modelo de un sistema de alerta anticipada, el estudio del FMI evalúa vulnerabilidades vinculadas al endeudamiento histórico de una amplia muestra de países.

- **Indicadores de liquidez.** Un soberano con necesidades de financiamiento apremiantes o con pocas fuentes de recursos disponibles corre más riesgo de toparse con problemas a la hora de atender el servicio de la deuda. El estudio se centra en la relación reservas/deuda a corto plazo y en la necesidad global de financiamiento público como porcentaje del PIB.

- **Dinámica de la deuda a mediano plazo.** El estudio utiliza las proyecciones de deuda a mediano plazo elaboradas por el per-

Reducción de la deuda

Las reestructuraciones efectuadas después de la cesación de pagos produjeron más alivio de la deuda que las preventivas.

	Deuda afectada ¹	Reducción de la deuda ²	Deuda afectada ¹	Reducción de la deuda ²
Preventiva:			Tras la cesación de pagos	
Argentina, 2001	48	10	Argentina, 2005	53
Moldova, 2002	3	6	Ecuador, 2000	45
Pakistán, 1999	1	8	Moldova, 2004	9
República Dominicana, 2005	14	1	Rusia, 2000	39
Ucrania, 2000	21	5		44
Uruguay, 2003	49	8		

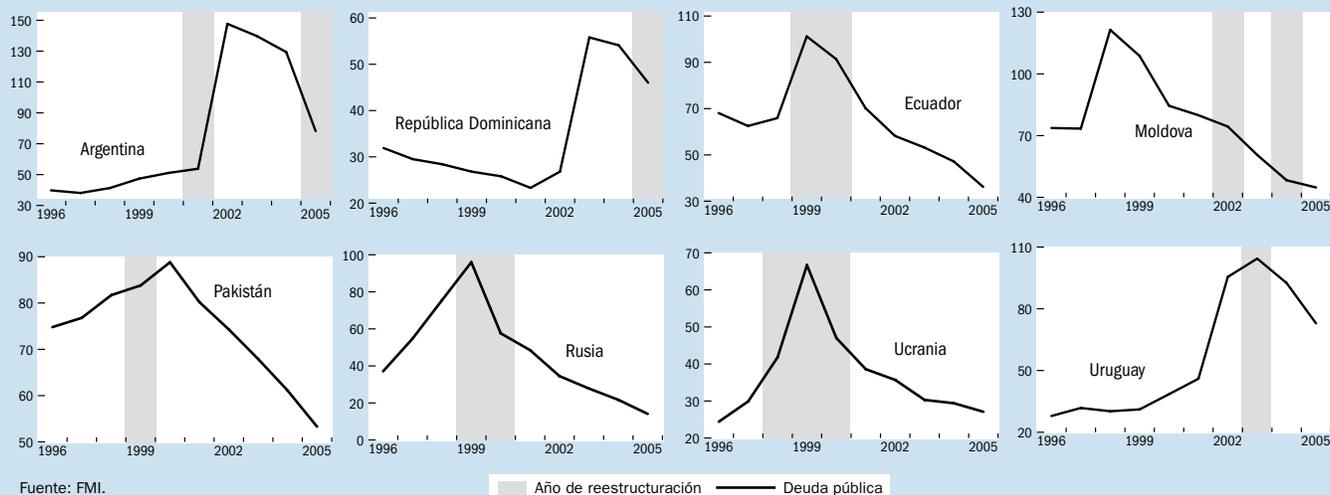
Datos: FMI, cálculos de los autores.

¹Porcentaje de la deuda pública.

²Reducción (porcentual) del valor neto actual con una tasa de descuento común del 10%.

Crisis y recuperación

Los índices de deuda aumentaron con rapidez a medida que empeoraban las condiciones económicas y financieras, y disminuyeron pasada la crisis. (Relación deuda pública/PIB, porcentaje)



Fuente: FMI.

■ Año de reestructuración — Deuda pública

sonal técnico del FMI y sus análisis de sensibilidad frente a una variedad de shocks para evaluar la probabilidad de que la relación deuda/PIB se mantenga estable a mediano plazo o disminuya.

Principales conclusiones

En base a la batería de criterios e indicadores examinados, a fines de 2005 el nivel de vulnerabilidad por endeudamiento era relativamente bajo en Pakistán, Rusia y Ucrania; intermedio en Argentina, Ecuador, Moldova y la República Dominicana, y algo más elevado pero en baja en Uruguay.

Todos los países que reestructuraron tras la cesación de pagos presentaron claras dificultades de solvencia y recibieron un alivio sustancial de la deuda. Los indicadores del estudio del FMI ya no revelan vulnerabilidades agudas a causa de la deuda; las de Ecuador, Rusia y Argentina (gracias a la reestructuración de 2005) se ubican en un nivel bajo o intermedio. Para Argentina sigue siendo crítico resolver los impagos con los acreedores que no participaron en el canje de deuda a fin de mantener el acceso a los mercados internacionales de capital.

Los países que organizaron reestructuraciones preventivas tuvieron experiencias bastante diversas. En Moldova y Pakistán, la reestructuración de créditos en manos del sector privado tuvo un alcance demasiado pequeño como para incidir significativamente en la sostenibilidad. En Ucrania y la República Dominicana, el problema fue más la liquidez que la solvencia y la atención lógicamente se centró en el alivio del servicio de la deuda más que en la reducción de la deuda misma. Por otra parte, otros países donde las dificultades giraban en torno a la solvencia no lograron conseguir suficiente alivio; ese fue el caso de la reestructuración argentina antes de la cesación de pagos (el megacanje de 2001 y la

posterior fase 1 de la reestructuración), y también el de Uruguay. Argentina se declaró en cesación de pagos poco después de la fase 1, en tanto que Uruguay siguió experimentando vulnerabilidades considerables después de la crisis, aunque estas se suavizaron considerablemente en los últimos tiempos, en parte gracias a las condiciones favorables de liquidez mundial.

Si bien esta muestra es demasiado limitada como para extraer conclusiones generales que no sean sumamente tentativas, la diferencia entre las reestructuraciones previas y posteriores a la cesación de pagos es bastante notable. Los países que actuaron preventivamente lograron recortes de deuda considerablemente más pequeños y, si además sufrían problemas de solvencia, no tuvieron mucho éxito a la hora de reducir las vulnerabilidades. Las causas de esta observación no están del todo claras, pero es posible que entraran en juego los incentivos. En una reestructuración preventiva, cuando los recursos disponibles para satisfacer las obligaciones de deuda se encuentran sometidos a crecientes presiones, la falta de acuerdo puede imponer onerosos costos reputacionales, políticos y económicos al deudor, que podría verse empujado a la cesación de pagos. El deudor puede sentirse entonces presionado a aceptar condiciones de reestructuración que no bastan para restablecer la sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, los factores que influyen en las estrategias de negociación de los acreedores y los deudores son complejos y difíciles de evaluar. Además, aunque los países que reestructuraron después de la cesación de pagos por lo general lograron recortes de deuda más importantes, también experimentaron en promedio recesiones más graves. ■

Harald Finger y Mauro Mecagni
FMI, Departamento de Elaboración y Examen de Políticas

Estudios sobre la inversión, las reservas y la inflación

Los estudios publicados recientemente por el FMI, que abarcan temas tan dispares como las perspectivas de crecimiento sostenido en África y la función de la afluencia de capital a Europa, subrayan la amplitud y diversidad del trabajo de sus economistas. A continuación se presenta lo más destacado de cinco documentos de trabajo del FMI. En www.imf.org se encuentran los textos completos.

Perspectivas de crecimiento sostenido en África

"The Prospects for Sustained Growth in Africa: Benchmarking the Constraints", Simon Johnson, Jonathan D. Ostry y Arvind Subramanian, IMF Working Paper No. 07/52.

África está creciendo al ritmo más pujante de varios años, pero para quienes ven sus perspectivas a través de la óptica de los "profundos" factores determinantes del desarrollo (geografía, instituciones e historia), dichas perspectivas parecerían algo sombrías. El estudio trata de evaluarlas comparando a la África actual con países en situación similar en el pasado (en términos de su desarrollo institucional) que lograron escapar de la pobreza.

Según los autores, estos profundos indicadores, especialmente en un grupo de países "promisorios", no son mucho peores en la África actual que en Asia oriental a principios de 1960 o en China y Vietnam alrededor de 1980. En África hay deficiencias institucionales heredadas, y los conflictos internos y la fragmentación social son preocupantes, pero lo ocurrido en Asia oriental demuestra que algunas deficiencias tienen remedio. La buena noticia para los países que desean salir de la pobreza es que es posible librarse de su herencia institucional pues otros lo han logrado.

Una de las claves para sostener el crecimiento probablemente sea un sector exportador de manufacturas más dinámico, pero ello exigirá menores costos regulatorios directos para los exportadores y evitar la sobrevaluación real del tipo de cambio; en

este aspecto, los autores ven riesgos a futuro que fueron menos importantes en Asia oriental: el crecimiento basado en productos básicos y los cuantiosos flujos de ayuda que sostienen en parte los buenos resultados de África podrían ayudar a sobrevalorar el tipo de cambio y dificultar el desarrollo institucional. Para África subsahariana el escape de la pobreza ciertamente no será imposible pero sí más difícil que para Asia oriental.

Crecimiento mayor que el declarado en Brasil

"The Myth of Post-Reform Income Stagnation in Brazil", Irineu de Carvalho Filho y Marcos Chamon, IMF Working Paper No. 06/275.

Brasil, la mayor economía de América del Sur, ha registrado un crecimiento deslucido en casi tres décadas. Las reformas de mediados de 1990 ayudaron a elevar un poco el crecimiento, pero este fue inferior al de 1960 y 1970. Los economistas no se explican por qué Brasil no ha podido elevar su crecimiento económico pese a la generalizada privatización y la liberalización del comercio, que transformaron a una de las economías más cerradas del mundo en una relativamente abierta. Las reformas también ayudaron a mejorar la productividad de la industria y a poner en cintura la inflación.

Los autores señalan que quizá los resultados no son decepcionantes porque el aumento del ingreso de los hogares en Brasil ha sido mucho mayor que lo indicado por las cifras, ya que el índice de precios al consumidor (IPC), que se usa para deflactar las cifras del crecimiento nominal, ha sobrestimado seriamente la inflación. El IPC no recogió todas las mejoras en calidad y bienes tras la liberalización del comercio. Para los hogares de las zonas metropolitanas incluidas en el IPC, la diferencia entre el verdadero costo de vida estimado y la cifra oficial fue del 3% anual entre 1987-88 y 2002-03.

Bancos centrales cada vez más independientes

Muchos estudios indican que la operación de los bancos centrales libre de interferencias políticas produce grandes beneficios. Por ejemplo, la autonomía puede ayudar a los países a mantener la inflación baja o a mejorar la estabilidad del sistema financiero. Los autores observan que la creciente autonomía política y económica de los bancos centrales ha ayudado a controlar la inflación en todo el mundo. Si bien esta autonomía es mayor en las economías avanzadas, en los mercados emergentes y países en desarrollo los bancos centrales eran en promedio más independientes a fines de 2003 que los de las economías avanzadas a fines de los años ochenta.

En el estudio, los autores presentan índices de autonomía del banco central para 163 bancos centrales que representaban a

181 países a fines de 2003, y calculan índices parecidos para 68 bancos a fines de los años ochenta.

Los autores observan que la mayoría de los bancos centrales tiene como meta de la política monetaria la estabilidad de precios, independencia para fijar la tasa de interés de intervención, y no están obligados a dar préstamos al gobierno. En cuanto a la supervisión bancaria, la situación es dispar. En muchos países emergentes y en desarrollo, los bancos centrales conservan sus funciones de supervisión, lo cual casi no ocurre en las economías avanzadas. Además, la autonomía del banco central tiende a aumentar cuando el país pertenece a una unión monetaria.

"Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends", Marco Arnone, Bernard J. Laurens, Jean-François Segalotto y Martin Sommer, IMF Working Paper No. 07/88.



La sobreestimación del índice de precios al consumidor en Brasil generó una importante subestimación de las cifras de crecimiento real.

Hace poco, Brasil revisó al alza las cifras del PIB real casi un 11%. Dada la participación del ingreso de los hogares en el PIB, las estimaciones de los autores indicarían que la revisión ha eliminado cerca de un tercio de una subestimación de casi el 35%.

Los flujos de capitales en Europa

"International Finance and Income Convergence: Europe Is Different", Abdul Abiad, Daniel Leigh y Ashoka Mody, IMF Working Paper No. 07/64.

Las crisis de los mercados emergentes han hecho más conscientes a las autoridades y a los economistas de los peligros potenciales de los grandes flujos de capital. Últimamente este escepticismo ha aumentado, porque los estudios (entre ellos los del FMI) han encontrado pocos indicios de que la afluencia de capital eleve el crecimiento económico en los países en desarrollo. En este estudio, los economistas del FMI Abdul Abiad, Daniel Leigh y Ashoka Mody demuestran que en Europa central y oriental los flujos de capital facilitados por la integración financiera han contribuido a una convergencia más rápida de los ingresos entre los nuevos miembros de la Unión Europea y sus vecinos más ricos de Europa occidental.

La teoría económica tradicional predice que el capital debe fluir de los países más ricos hacia los más pobres, pero en los últimos años el capital ha fluido de países pobres de rápido crecimiento hacia ciertos países ricos, como lo demuestra principalmente el gran *superávit* en cuenta corriente de China y el gran *déficit* de Estados Unidos. Algunos economistas consideran que esto obedece a que los países en desarrollo de rápido crecimiento registran *superávits* porque generan más ahorro del que pueden utilizar, en parte debido al subdesarrollo de sus sistemas financieros. Esto no hace daño, aducen, porque la afluencia de capital no parece guardar relación con el crecimiento.

Los autores sostienen que es importante reconocer que existen diferencias de fondo en los procesos de crecimiento en todo el mundo, y observan que en una muestra mundial de economías, el capital sí fluye desde los países ricos hacia los pobres, y este flujo hacia abajo se hace más evidente en Europa, ya que su nivel de integración financiera es mucho mayor. Además, estas afluencias de capital europeo han sustentado un proceso admirable de convergencia del ingreso. En cuanto al rol de los flujos internacionales de capital en el desarrollo económico, concluyen que "Europa es diferente".

La pregunta que los autores dejan sin responder, por ahora, es si lo observado en Europa es un indicador de una nueva y más favorable función de ayuda del capital internacional a países en desarrollo cada vez más integrados para que alcancen a los países ricos.

¿Cuál es el nivel adecuado para las reservas?

"The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications", Olivier Jeanne y Romain Ranciere, IMF Working Paper No. 06/229.

Desde la crisis de Asia en 1997–98, cuando un cambio repentino de actitud de los inversionistas originó retiros masivos de capital de una serie de países desde Tailandia hasta Indonesia, las economías de mercados emergentes de Asia y el resto del mundo han acumulado reservas de divisas a un ritmo acelerado, hasta llegar a niveles sin precedentes de billones de dólares.

Aunque esas reservas pueden brindar seguridades a los países en un mundo de libre circulación del capital, la tenencia de esos bonos y pagarés extranjeros tiene un precio: las reservas producen rentas inferiores a las tasas de interés que se pagan por la deuda externa a largo plazo y la acumulación del dinero en bóvedas también impide su inversión en empresas más productivas que eleven la tasa de crecimiento del país.

En este estudio, los economistas del FMI Olivier Jeanne y Romain Ranciere elaboran un modelo para calcular el nivel óptimo de las reservas de las economías de mercados emergentes. El modelo prevé que una razón de reservas/PIB del 10% se acerca al nivel óptimo. Casualmente, este nivel se aproxima al observado en 34 países de ingreso medio en el período 1980–2003 y en muchos casos también a la "regla Greenspan-Guidotti" para las reservas internacionales. Esta regla —llamada así en honor a Alan Greenspan, ex Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos y Pablo Guidotti, ex Viceministro de Economía de Argentina— aconseja a los países un nivel de reservas que cubra la totalidad de la deuda externa a corto plazo. La regla general tradicionalmente preferida por las autoridades determina un nivel que abarque tres meses de importaciones. ■

Pueden adquirirse ejemplares de los estudios mencionados en este artículo (IMF Working Papers) al precio de US\$18 cada uno. Véanse las instrucciones de pedido en la página 128. El texto completo de estos estudios, en inglés, puede consultarse en www.imf.org.

La verdad con respecto a los tipos de cambio

El análisis de los tipos de cambio publicado en *Perspectivas de la economía mundial* fue objeto de elogios —y de algunas críticas constructivas— en un seminario realizado el 19 de abril en el Instituto Peterson de Economía Internacional, en el que expertos y autoridades debatieron la posible incidencia de los ajustes del tipo de cambio real en la reducción de los desequilibrios económicos mundiales. Pero el público se mostró más escéptico sobre el resultado de la primera consulta multilateral del FMI. William Cline, miembro del instituto y autor de un libro reciente sobre Estados Unidos como nación deudora, resumió la opinión general al decir que la actitud del FMI, que aboga solo por un ajuste basado en el mercado, parece muy pasiva.

El nuevo Consejero Económico del FMI, Simon Johnson, dijo: “las consultas son un hecho quizás inédito, y sin duda notable”. Señaló que el informe sobre la primera consulta, presentado en las recientes Reuniones de Primavera, “ofrece parámetros que permiten evaluar y analizar el progreso hacia la reducción de los desequilibrios mundiales”. Recordó además que para reducir esos desequilibrios no solo hay que preocuparse de los tipos de cambio, sino también de reequilibrar la demanda mundial.

Possible depreciación del dólar

Roberto Cardarelli abrió un animado debate al presentar el capítulo 3 de la edición de abril de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*, donde se dice que el déficit comercial de Estados Unidos podría corregirse con una depreciación real del dólar más pequeña de lo que suele considerarse necesario. El estudio fue elogiado por la mayoría de los participantes, entre ellos Michael Mussa (ex Consejero Económico del FMI y actual miembro del instituto), Nancy Jacklin (ex Directora Ejecutiva del FMI por Estados Unidos) y varios representantes de la Reserva Federal de Estados Unidos. Pero lo que acaparó el interés de la mayoría fue cómo las conclusiones se plasmarían en políticas, sobre todo en el caso de China. Mussa dijo que el estudio situaba al FMI “básicamente en lo que para la mayoría de los economistas serios es el núcleo del problema de los desequilibrios mundiales”. Pero al igual que



Roberto Cardarelli habla sobre la corrección del déficit comercial de Estados Unidos durante una conferencia en el Instituto Peterson de Economía Internacional.

Cline, Mussa sostuvo que la rotación del gasto entre Estados Unidos y el resto del mundo, si bien es necesaria, no resulta suficiente para solucionar el problema de los desequilibrios, y que se necesita un “ajuste sustancial del tipo de cambio”.

Según Jacklin, para que el debate avance, “los estudios tienen que demostrar que los tipos de cambio fijos no funcionan y que en realidad son perjudiciales para la economía mundial”, y añadió que los comentarios positivos y alentadores resultan esenciales cuando se dialoga sobre políticas con los países, pero que la franqueza debe primar durante la supervisión.

Para concluir, Johnson dijo que el FMI se esforzará por “decir las cosas como son” durante la supervisión bilateral y multilateral, y que evaluará cuidadosamente el progreso con respecto a los parámetros acordados por los participantes de las consultas multilaterales. Y puntualizó: “De aplicarse las políticas esbozadas por los cinco países, los desequilibrios se reducirían en un 1%–1¼% del PIB mundial en los próximos cuatro años, con respecto a un punto de referencia del 6%”. ■

Camilla Andersen
Boletín del FMI

Pueden adquirirse ejemplares de *Perspectivas de la economía mundial: Desbordamientos y ciclos de la economía mundial*, de abril del 2007, al precio de US\$57 (US\$54 para catedráticos y estudiantes universitarios). Véanse las instrucciones de pedido en la pág. 128. El texto completo puede consultarse en www.imf.org.



Laura Wallace
Directora

Jeremy Clift
Redactor a Cargo de la Producción

Camilla Andersen

Elisa Diehl

Ina Kota

James Rowe

Simon Willson

Redactores

Lijun Li

Kelley McCollum

Ayudantes de Redacción

Julio Prego

Editor de Artes Gráficas

Noel Albizo

Diseñador Gráfico

Edición en español

División de Español
Departamento de Tecnología
y Servicios Generales

Rodrigo Ferrerosa

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. 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 X2007, 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).