

Mercados: Ajuste mundial prolongado

Los mercados probablemente vivan un periodo de ajuste dilatado tras la reciente turbulencia financiera desatada por el colapso del mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo, según el último informe del FMI sobre la estabilidad financiera mundial (titulado *Global Financial Stability Report*).

Según el informe, publicado el 24 de septiembre, esta es la primera prueba importante que atraviesa la maquinaria de innovación financiera creada para distribuir los riesgos crediticios por todo el sistema. Cuando los mercados tomaron conciencia de cuánto se deterioró la disciplina crediticia en los últimos años, se produjeron una revaloración del riesgo y una desinversión en activos riesgosos que, sumadas al aumento de la complejidad y la iliquidez, convulsionaron los mercados de base en agosto.

Los bancos centrales de varios países actuaron para estabilizar los mercados y poner a resguardo el resto de la economía, pero según el informe del FMI es probable que la turbulencia se repita, y el ajuste llevará tiempo. "Es posible que las condiciones

(continúa en la página 184)



La exposición a las pérdidas en el mercado estadounidense de las hipotecas de alto riesgo sacudó las plazas mundiales y desató una revaloración del riesgo crediticio.

Elección del Director Gerente

Strauss-Kahn dirigirá el FMI

El ex Ministro de Hacienda de Francia, Dominique Strauss-Kahn, fue elegido el 28 de septiembre como nuevo Director Gerente del FMI. El Directorio Ejecutivo del FMI eligió por consenso a Strauss-Kahn, de 58 años de edad, como sucesor de Rodrigo de Rato por un

periodo de cinco años a partir del 1 de noviembre.

El Directorio del FMI consideró dos candidaturas para este cargo tras el anuncio de De Rato, el 28 de junio, de su intención de dejar la institución en octubre. La candidatura de Strauss-Kahn, ciudadano francés, fue presentada por el Director Ejecutivo por Alemania ante el FMI, Klaus Stein, en nombre de la Unión Europea. El Director Ejecutivo por Rusia, Aleksei Mozhin, presentó la candidatura de Josef Tošovský, ciudadano checo y ex Primer Ministro y Gobernador del Banco Central de la República Checa.

El Director Gerente conduce la institución y preside el Directorio Ejecutivo, con la ayuda de tres subdirectores gerentes.

(continúa en la página 178)

Reforma de las cuotas

De Rato augura avances

Rodrigo de Rato dijo que espera avanzar en la reforma de las cuotas de los países durante sus últimas semanas como Director Gerente del FMI. "Considero que la reforma de las cuotas y la representación es vital para que el FMI siga siendo eficaz", declaró el 25 de septiembre al cabo de su viaje a Rusia.

En este número

- 179 Calentamiento mundial
- 180 Integración financiera en Europa
- 182 Finanzas islámicas
- 185 Mercados emergentes vulnerables
- 186 Crisis hipotecaria
- 188 Integración del Magreb
- 190 Fluctuaciones del ingreso petrolero
- 192 Notas breves



Foto: IMF

Dominique Strauss-Kahn, de nacionalidad francesa, será el décimo Director Gerente del FMI.

Mercados: Ajuste mundial prolongado

Los mercados probablemente vivan un período de ajuste dilatado tras la reciente turbulencia financiera desatada por el colapso del mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo, según el último informe del FMI sobre la estabilidad financiera mundial (titulado *Global Financial Stability Report*).

Según el informe, publicado el 24 de septiembre, esta es la primera prueba importante que atraviesa la maquinaria de innovación financiera creada para distribuir los riesgos crediticios por todo el sistema. Cuando los mercados tomaron conciencia de cuánto se deterioró la disciplina crediticia en los últimos años, se produjeron una revaloración del riesgo y una desinversión en activos riesgosos que, sumadas al aumento de la complejidad y la iliquidez, convulsionaron los mercados de base en agosto.

Los bancos centrales de varios países actuaron para estabilizar los mercados y poner a resguardo el resto de la economía, pero según el informe del FMI es probable que la turbulencia se repita, y el ajuste llevará tiempo: “Es posible que las condiciones

(continúa en la página 184)



Armes Nathan/Sipa

La exposición a las pérdidas en el mercado estadounidense de las hipotecas de alto riesgo sacudió las plazas mundiales y desató una revaloración del riesgo crediticio.

Elección del Director Gerente

Strauss-Kahn dirigirá el FMI

El ex Ministro de Hacienda de Francia, Dominique Strauss-Kahn, fue elegido el 28 de septiembre como nuevo Director Gerente del FMI. El Directorio Ejecutivo del FMI eligió por consenso a Strauss-Kahn, de 58 años de edad, como sucesor de Rodrigo de Rato por un

período de cinco años a partir del 1 de noviembre.

El Directorio del FMI consideró dos candidaturas para este cargo tras el anuncio de De Rato, el 28 de junio, de su intención de dejar la institución en octubre. La candidatura de Strauss-Kahn, ciudadano francés, fue presentada por el Director Ejecutivo por Alemania ante el FMI, Klaus Stein, en nombre de la Unión Europea. El Director Ejecutivo por Rusia, Aleksei Mozhin, presentó la candidatura de Josef Tošovský, ciudadano checo y ex Primer Ministro y Gobernador del Banco Central de la República Checa.

El Director Gerente conduce la institución y preside el Directorio Ejecutivo, con la ayuda de tres subdirectores gerentes.

(continúa en la página 178)



Foto del FMI

Dominique Strauss-Kahn, de nacionalidad francesa, será el décimo Director Gerente del FMI.

Reforma de las cuotas

De Rato augura avances

Rodrigo de Rato dijo que espera avanzar en la reforma de las cuotas de los países durante sus últimas semanas como Director Gerente del FMI. “Considero que la reforma de las cuotas y la representación es vital para que el FMI siga siendo eficaz”, declaró el 25 de septiembre al cabo de su viaje a Rusia.

En este número

- [179](#) Calentamiento mundial
- [180](#) Integración financiera en Europa
- [182](#) Finanzas islámicas
- [185](#) Mercados emergentes vulnerables
- [186](#) Crisis hipotecaria
- [188](#) Integración del Magreb
- [190](#) Fluctuaciones del ingreso petrolero
- [192](#) Notas breves



Laura Wallace
Directora

Jeremy Clift
Redactor Jefe

Elisa Diehl
Redactora a cargo de
la Producción

Camilla Andersen
James Rowe
Simon Willson

Redactores
Lijun Li
Kelley McCollum
Ayudantes de Redacción

Randa Elnagar
Asistente Editorial

Luisa Menjivar
Directora de Artes Gráficas

Julio Prego
Diseñador Gráfico
Michael Spilotro
Fotógrafo

Edición en español
División de Español
Departamento de Tecnología
y Servicios Generales

Carlos Viel
Traducción
Adriana Vilar de
Vilariño

Eva Vilarrubí
Corrección de pruebas

Martha A. Amas
Composición gráfica

El *Boletín* (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 12 números en español, francés e inglés. Las opiniones e información publicadas no representan necesariamente la posición oficial del FMI. Los mapas se publican para orientar a los lectores; 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 Communications 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\$15. 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).

Aviso a los suscriptores

En vista del alza de los costos de correo, queremos cerciorarnos de tener al día todas las suscripciones al *Boletín del FMI*.

Si desea seguir recibiendo la edición impresa, visite www.imfbookstore.org/imfsurvey e inscribese en nuestro sitio seguro, o escriba a la dirección del Servicio de Publicaciones del FMI que se indica en el recuadro superior. Si no se ha inscrito, es posible que su nombre se elimine de la lista de destinatarios al cierre de 2007.

La edición en línea del *Boletín* se actualiza varias veces a la semana y contiene otros artículos e información ampliada. Para consultarla, diríjase a www.imf.org/imfsurvey.



Dominique Strauss-Kahn asumirá el cargo de Director Gerente del FMI el 1 de noviembre.

Mehdi Taamallah/Abaca Press

En una conferencia de prensa celebrada en París el 1 de octubre y difundida en vivo por el FMI, Strauss-Kahn subrayó que el FMI se encuentra en un punto de inflexión y debe adaptarse a los problemas de hoy, como la globalización, los nuevos tipos de crisis económicas y el nuevo equilibrio de poderes en la economía mundial. “Me autodefiní como el candidato de la reforma. He sido designado Director Gerente de la reforma. Lo que deseo hacer a partir del 1 de noviembre es *ser* realmente el Director Gerente de la reforma”, afirmó.

Proceso transparente

De Rato se manifestó complacido por la selección de Strauss-Kahn, a quien lo une una relación de muchos años. “Sé que posee la experiencia, la visión y la dedicación al servicio público necesarias para conducir con éxito al FMI en esta importante hora”, y agradeció al Directorio por un proceso de selección “transparente y competitivo”.

Robert B. Zoellick, Presidente del Banco Mundial, felicitó a Strauss-Kahn y dijo que desea estrechar el vínculo entre las dos organizaciones: “Los lazos que nos unen son cruciales para que los países en desarrollo reciban lo mejor en cuanto a apoyo, asesoramiento y servicios financieros. Esta colaboración es importante para que la globalización sea más incluyente y sostenible, y para que más personas puedan disfrutar de los beneficios del progreso económico”.

Tošovský y Strauss-Kahn fueron entrevistados por el Directorio del FMI en septiembre. En una declaración posterior,

Strauss-Kahn dijo que el FMI está en una encrucijada. Su existencia como principal institución que provee al mundo de estabilidad financiera podría estar en juego, y reconstruir su relevancia y legitimidad será una ardua tarea.

Gira mundial

Tras su postulación en julio, Strauss-Kahn inició una gira mundial para visitar el mayor número posible de países miembros del FMI. “Traté de concentrarme en los países emergentes, los países en desarrollo y los países menos adelantados a fin de juntar información y escuchar las quejas y aspiraciones con respecto al futuro del FMI”, dijo ante el Directorio. Strauss-Kahn visitó diversos países de África, América Latina, Asia y Oriente Medio.

En un artículo del 6 de septiembre en *The Wall Street Journal*, Strauss Kahn señaló: “Como candidato de la reforma, trataré de conducir el FMI por un camino que le permita confrontar y superar sus principales retos: adaptar la institución a un mundo en continuo cambio y reflejar al mismo tiempo las opiniones y necesidades de todos los países miembros”. Añadió que tiene confianza en que hallará “el respaldo necesario para implementar un ambicioso programa de reforma para asegurar que el FMI siga siendo una institución relevante en el contexto de una economía mundial en rápida evolución”. ■

Biografía

Strauss-Kahn ha sido miembro de la Asamblea Nacional de Francia y profesor de Economía en el Institut d'Etudes Politiques de Paris. Fue Ministro de Economía, Hacienda e Industria desde junio de 1997 hasta noviembre de 1999. También fue Ministro de Industria y Comercio Internacional durante el período 1991–93. Entre 1993 y 1997, Strauss-Kahn se dedicó a la actividad privada como abogado especializado en Derecho societario.

Desde 2000, Strauss-Kahn ha sido profesor de Economía en el Institut d'Etudes Politiques de Paris y profesor visitante en la Universidad de Stanford. Obtuvo además un doctorado en Economía en la Universidad de París. Está casado y tiene cuatro hijos.

El mundo puede enfrentar con éxito el cambio climático

El Director Gerente del FMI, Rodrigo de Rato, dijo que ve “algunas señales alentadoras de que el cambio climático es un reto al que el mundo puede hacer frente”. Hablando en una conferencia del Club de Roma llevada a cabo en Madrid el 24 de septiembre, llamó al cambio climático “el problema ambiental más apremiante” de hoy en día.

Señaló además que si bien el aumento de la esperanza de vida y la reducción de la natalidad son estadísticas alentadoras en muchos países, los cambios demográficos también conllevan efectos perniciosos para las economías de los países.

Con respecto al calentamiento mundial, dijo que “muchos estudios indican que estamos más cerca del punto de inflexión en el que un cambio que ya es perjudicial podría convertirse en un cambio catastrófico”. Pero mencionó avances en la manera en que el mundo está enfrentando los peligros de este fenómeno.

Surge el consenso

De Rato señaló que las consecuencias sociales de la emisión de gases de efecto invernadero no son más graves para los que las emiten, y que a menudo los responsables “se cuentan entre las personas, empresas y países más poderosos en el mundo”, mientras que los más afectados suelen ser los menos poderosos, como las generaciones futuras, que no tienen voz.

Aun así, dijo que está surgiendo un consenso en torno a la necesidad de combatir el calentamiento mundial. “En todo el mundo hay ejemplos de individuos y empresas que están reduciendo voluntariamente sus emisiones tóxicas y presionando a sus gobiernos para que den una respuesta política al problema”.

Las autoridades deben buscar las respuestas “en el mismo lugar en que se origina el problema: en la economía”, y efectuar una “una evaluación razonada de los costes y beneficios económicos del cambio climático

y de las políticas que se pueden adoptar para evitarlo”, para ayudar a evitar lo evitable y para adaptarse a lo inevitable.

Estimaciones de costos

De Rato dijo que al FMI le corresponde ayudar a analizar el impacto del cambio climático. En el informe sobre las *Perspectivas de la economía mundial* que se publica este mes se examinan los costos y se evalúan aspectos económicos de los métodos con que se mitiga el cambio climático, en especial los impuestos sobre la emisión de gases de efecto invernadero o los topes a estas emisiones, combinados



Cuenca seca del lago Yingtan en China: “Los más afectados por el cambio climático suelen ser los menos poderosos”, dijo De Rato.

con un sistema de permisos de emisión negociables a escala internacional.

De Rato habló el mismo día en que el Secretario General de las Naciones Unidas, Ban Ki-moon, se reunió con autoridades de 150 países en la sede del organismo en Nueva York para consolidar compromisos políticos con miras a la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático que se realizará en Bali en diciembre, que marcará el inicio

de las negociaciones del acuerdo que sucederá al Tratado de Kioto.

Presiones demográficas

En su discurso, De Rato también explicó que el envejecimiento de la población probablemente hará mermar la producción por la reducción relativa de la fuerza laboral y exigirá más a los sistemas de salud y de pensiones. Recordó que cuando el Club de Roma se fundó hace 40 años, el principal riesgo que estudiaba era la superpoblación, que persiste en algunos lugares.

Pero el interés ha ido trasladándose al efecto económico del envejecimiento en las economías desarrolladas y las principales economías emergentes. Para “prever y controlar los efectos económicos de los cambios demográficos”, los gobiernos tendrán que tomar algunas medidas:

- Empezar reformas estructurales para mejorar la productividad, “de modo tal que una población activa relativamente más reducida pueda producir más”. La reducción de las barreras arancelarias y legales, la apertura de los mercados a la competencia y la creación de un clima empresarial más favorable “pueden, en conjunto, contribuir a generar dicho aumento de la productividad”. Hoy en día en la zona del euro hay cuatro habitantes de entre 15 y 65 años por cada persona de más de 65 años, un coeficiente que se aproximará a 2:1 a mediados del siglo.
- Reducir las deficiencias del mercado laboral facilitando la inmigración y la integración de los inmigrantes en la sociedad.
- Reformar los sistemas de salud para mejorar la eficiencia, reducir las fallas del mercado, incentivar la medicina preventiva y las prácticas de salud de las personas.
- Elevar la edad de jubilación para aliviar la presión en los sistemas de pensiones —algo que ya está sucediendo— y reformar el mercado laboral para dar más oportunidades de empleo a jóvenes y ancianos. ■

Europa: Integración para estimular el crecimiento económico

La reciente agitación de los mercados financieros mundiales, desencadenada por la crisis hipotecaria en Estados Unidos, parece haber repercutido con fuerza en Europa. Los bancos europeos son menos rentables que los de Estados Unidos, y menos sofisticados a la hora de trasladar el riesgo a otros actores financieros.

¿Le conviene a Europa impulsar la integración financiera? ¿Qué pueden hacer las autoridades para reducir el riesgo de que se produzcan crisis financieras? ¿Y quién debería supervisar las instituciones financieras de un mercado europeo unificado?

Estas y otras preguntas se plantean en *Integrating Europe's Financial Markets*, un nuevo libro publicado por el FMI. En una entrevista reciente, Michael Deppler, Director del Departamento de Europa del FMI, y Wim Fonteyne, Economista Principal del mismo departamento y uno de los tres editores del libro, analizaron las conclusiones.

Revista del Boletín del FMI: El libro menciona la necesidad de replantear el marco de estabilidad financiera de Europa. ¿Qué pueden aprender las autoridades de la reciente volatilidad de los mercados financieros?

Deppler: Sería un poco prematuro sacar conclusiones. Pero en la medida en que los problemas reflejan un desfase entre lo que los supervisores pensaban y la realidad que se vivía en los mercados, entonces sí, el libro hace referencia a la situación reciente. Básicamente, existe el riesgo de que los mecanismos europeos de supervisión no estén a la par de la explosión de los flujos financieros intra-europeos.

Europa vacila ante la integración financiera. Por un lado, hay un gran afán por lograrla, y se están promulgando leyes a tal fin. Pero por otro, la supervi-



La integración financiera de Europa permite que el ahorro de los jubilados alemanes sirva para financiar a empresarios búlgaros, beneficiando a ambas partes, según Wim Fonteyne, del FMI.

sión de los mercados financieros en el fondo sigue siendo de índole nacional y no integrada.

Nos parece que por este motivo la supervisión de los riesgos que han surgido de la explosión de las transacciones internacionales ha sido insuficiente. Europa tiene que reforzar los mecanismos que permiten detectar estos riesgos. Esto conlleva una serie de cuestiones.

Pero a la larga lo que se necesita es hacer que los supervisores se preocupen no solo de lo que ocurre en cada país, sino en toda Europa. Ese es el mensaje básico del libro.

Revista del Boletín del FMI: Según el libro, la integración financiera estimularía el crecimiento en Europa. ¿Por qué?

Fonteyne: El sector financiero ejerce una función clave en la economía y en nuestras vidas. Alimenta el crecimiento económico porque garantiza el financiamiento de

ideas e inversiones buenas. También dota a la gente de medios para solucionar las discrepancias entre sus ingresos y sus necesidades; por ejemplo, el crédito nos permite financiar una vivienda cuando somos jóvenes, y los productos de ahorro e inversión nos brindan estabilidad financiera en la jubilación.

Al crear todas estas ventajas, el sector financiero eleva el ingreso vitalicio de las personas y las ayuda a racionalizar su gasto.

La integración financiera reproduce estas ventajas en toda Europa, con beneficios más cuantiosos y que llegan a más personas. Por ejemplo, la integración financiera permite que el ahorro de jubilación de una pareja de ancianos alemanes sirva para financiar los proyectos de un joven empresario búlgaro, lo cual beneficia a ambas partes.

La integración financiera también incentiva el desarrollo financiero, que

sigue siendo muy desigual entre los distintos países de la Unión Europea (UE). La integración ayuda a los países financieramente menos desarrollados a cerrar la brecha con respecto a los más desarrollados.

Esto es de particular importancia para los nuevos miembros de la UE en Europa central y oriental. Pero las ventajas no son solo ayudar a los rezagados; la integración puede acelerar el ritmo de desarrollo financiero para todos, incluso los países más desarrollados, creando un estímulo para toda la economía.

Revista del Boletín del FMI: Muchos bancos de Europa occidental ya han abierto sucursales en Europa central y oriental, lo cual ha incentivado el boom crediticio en esos países. ¿Cuál ha sido el efecto en la estabilidad financiera?

Depler: Primero quiero recalcar lo que dijo Wim sobre la integración financiera. No cabe duda de que las ingentes afluencias de capital que se canalizan a través del sistema bancario han fomentado el crecimiento económico y afianzado las perspectivas de Europa central y oriental. Pero esas afluencias también amenazan la estabilidad financiera con riesgos que las autoridades deben gestionar.

En Europa central y oriental, las afluencias suponen sobre todo riesgos macroeconómicos y prudenciales. El riesgo macroeconómico inmediato es un boom crediticio insostenible.

Pero también hay riesgos prudenciales, en parte porque si las solicitudes de crédito se multiplican, su examen podría ser menos minucioso; y en parte porque los auges crediticios suelen agravar los descalces en los balances de los prestatarios y crear más riesgos de crédito para los bancos.

Los supervisores tienen un acceso desigual a la información pertinente. En Europa occidental, los supervisores inter-



Depler (izq.) y Fonteyne: Con la situación en Europa los shocks tienden a manejarse mal y es difícil prevenir o gestionar las crisis.

nos tienen a su cargo los bancos consolidados, pero tienen acceso solo a parte de la información sobre las sucursales extranjeras.

Asimismo, en el extranjero los supervisores tienen, en el mejor de los casos, una visión incompleta de la situación de la matriz. O sea, ahora hay interdependencia entre los supervisores europeos.

No obstante, el proceso decisorio aún está descentralizado, y la información pertinente puede no estar a mano de los que más la necesitan. Con esto, los shocks tienden a manejarse mal y es difícil prevenir o gestionar las crisis.

Entonces, en cuanto al argumento del libro, la integración está creando nuevos riesgos e incrementando los desafíos de los supervisores. El carácter fragmentado e individual de la supervisión no encaja bien con el carácter internacional de las operaciones de las nuevas instituciones financieras.

Es decir, hay un desfase entre el grado real de integración financiera y la actual estructura de los mecanismos de supervisión. Hay que fomentar el intercambio de información y hacer que los supervisores pongan mucha atención a los vínculos de varios grupos bancarios en distintos países.

Revista del Boletín del FMI: Suena a que la mayor integración es conveniente. Pero conciliar los sistemas jurídicos de 27 países distintos parece una tarea imposible. ¿Es realista apuntar a una integración total de los mercados financieros?

Fonteyne: En la UE la gente siempre se ha preguntado si es realista ir en busca de la integración, ya sea económica o de otra índole. Pero si repasamos los últimos 50 años, vemos que los hechos han refutado a muchos de esos realistas. Cuán realista es algo que depende de los plazos de lo que se esté hablando, así como de otros factores, como la voluntad política.

Está claro que los mercados financieros no se integrarán completamente de la noche a la mañana ni tampoco el próximo año. Pero aunque esa meta no se alcance en el futuro cercano, los avances que se logren son de por sí beneficiosos.

Depler: Europa tiene que encontrar un punto de equilibrio entre el impulso hacia la integración de los mercados financieros —que es elogiado y bueno para el crecimiento— con el impulso por retener los sistemas nacionales de control de los riesgos derivados de la integración. A juicio nuestro, esto exige básicamente contar con sistemas de supervisión más integrados, no centralizados. Estoy muy seguro de que Europa llegará a esa situación. Está por verse cuántos riesgos surgirán en el camino y cuánto tiempo tomará recorrerlo. ■

Pida el libro

Integrating Europe's Financial Markets

Editado por Jorg Decressin, Hamid Faruquee y Wim Fonteyne

Precio: US\$24,50

Pedidos a:
International Monetary Fund
Publication Services
700 19th Street, NW
Rm. 12-607
Washington, DC 20431
EE.UU.

Correo electrónico: publications@imf.org

Librería: www.imfbookstore.org/imfsurvey

Web: <http://www.imf.org>

Teléfono: (202) 623-7430

Pedidos por fax: (202) 623-7201



Esta entrevista es una versión editada del archivo de audio "Integrating Europe's financial markets". Las citas textuales pueden escucharse (en inglés) en la página de podcasts y videos en <http://www.imf.org/imfsurvey>.

Sube la demanda de valores islámicos

El mercado de instrumentos financieros islámicos está medrando. Rebosantes de liquidez por el actual boom petrolero, las instituciones financieras islámicas buscan invertir su capital excedentario en instrumentos acordes con la ley islámica (*Shariah*).

Los *hedge funds* y los inversionistas institucionales convencionales también están recurriendo cada vez más a los valores islámicos para diversificarse y mejorar los rendimientos. La resultante ola de titulizaciones ha cuadruplicado las emisiones de *sukuk* (valores no remunerados basados en principios islámicos), de US\$7.200 millones en 2004 a más de US\$27.000 millones en 2006 (gráfico 1).

Respeto a los principios

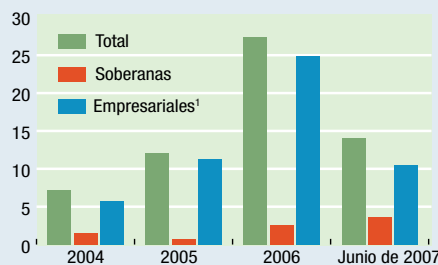
Los *sukuk* son una de las formas más comunes de titulización islámica. Funcionan de manera similar a los valores tradicionales respaldados por activos, pero con una estructura que garantiza el cumplimiento de los principios de las finanzas islámicas, como la prohibición del cobro y pago de intereses y la estipulación de que el ingreso sea el beneficio de un riesgo compartido y no un rendimiento garantizado.

Gráfico 1

El éxito de los *sukuk*

Las emisiones de valores islámicos aumentaron de US\$7.200 millones en 2004 a más de US\$27.000 millones en 2006.

(Miles de millones de dólares)



Fuente: Islamic Finance Information Service.
¹Comprende empresas privadas y públicas.



Mezquita de Abu Dabi: Los países del Consejo para la Cooperación en el Golfo son uno de los centros de negociación de los valores islámicos.

Karim Sahib/AFP

Esos principios exigen que los inversionistas sean dueños del activo subyacente por medio de una sociedad instrumental, que financia los pagos a los inversionistas a partir de inversiones directas en actividad económica real y aprobada por la religión.

La Organización de Contabilidad y Auditoría de las Instituciones Financieras Islámicas reconoce 14 tipos de *sukuk*, cuya estructura se ajusta a una de las tres formas básicas de finanzas islámicas legítimas (o a una combinación de estas): *murabahah* (préstamos sintéticos/órdenes de compra), *musharakah/mudharabah* (acuerdos de participación en utilidades) e *ijará* (arrendamientos financieros).

El gráfico 2 ilustra una titulización mediante *ijará*, método semejante al arrendamiento financiero (por lo general de equipos o bienes raíces) en que el emisor se vale de una sociedad instrumental que es dueña del activo y que lo arrienda por la duración del proyecto. Al vencimiento, la entidad obligada compra el activo. La aceptación de estas estructuras de inversión islámica ha contribuido mucho al desarrollo de los mercados de capital locales.

Los protagonistas

La emisión de *sukuk* se ha concentrado en partes de Asia y en los países del Consejo para la Cooperación en el Golfo (CCG): Arabia Saudita, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán y Qatar. Lo que ha facilitado el desarrollo del mercado en estas regiones ha sido el fuerte crecimiento de las emisiones soberanas de referencia (hasta el 40% en el primer semestre de 2007 con respecto al total registrado en 2006). En función de su valor, las emisiones se originan en proporciones aproximadamente iguales en Asia (sobre todo Malasia y Brunei) y el CCG.

Las emisiones empresariales —públicas y privadas— también han crecido con rapidez, habiéndose duplicado entre 2004 y 2005 (de US\$5.700 millones a US\$11.300 millones) y entre 2005 y 2006 (a US\$24.800 millones). El grueso de las emisiones empresariales de 2004 acordes con la *Shariah* (cerca del 90%) correspondió a Asia (concretamente a Malasia), pero las emisiones en el CCG se han multiplicado y ahora acaparan casi la mitad del mercado.

Muchas de las emisiones empresariales —las grandes sobre todo— son cuasi-soberanas y se considera que tienen una garantía soberana implícita. Por eso, si bien las emisiones pueden estar vinculadas a un activo subyacente, el interés del inversionista puede obedecer sobre todo al carácter soberano del riesgo. Así también se explican las ingentes y exitosas colocaciones de los últimos años, entre ellas dos efectuadas en Dubai en 2006 por un monto de US\$3.500 millones.

En la actualidad, los cinco emisores principales —entre los que se cuentan el gobierno de Malasia, Nucleus Avenue de Malasia y Nakheel Development de los Emiratos Árabes Unidos— representan más del 40% de las emisiones mundiales de *sukuk*.

Estructura preferente

La demanda actual quizá sea cíclica —dado al aumento de los ingresos petroleros en el CCG— pero complementa un repunte a largo plazo de la demanda de valores *Shariah* por parte de los inversionistas institucionales islámicos. Y, mientras en los mercados islámicos sigan escaseando las titulaciones convencionales, las emisiones de *sukuk* seguirán siendo el método de financiamiento de preferencia. Además, los *hedge funds* y las instituciones de inversión tradicional están recurriendo cada vez más

a los *sukuk* para diversificarse y mejorar los rendimientos.

Fuera de Asia y el CCG, la demanda de *sukuk* ha sido limitada, pero está en alza. El estado alemán de Sajonia-Anhalt fue el primer emisor soberano de *sukuk* en una jurisdicción no islámica, y en años recientes se han emitido varios *sukuk* empresariales en Estados Unidos y el Reino Unido. Por su parte, el Banco Mundial emitió por primera vez en 2005 *sukuk* denominados

Se prevé que los gobiernos y las empresas emitirán más de US\$30.000 millones en *sukuk* anualmente en los próximos tres años, con lo cual el tamaño del mercado se elevaría a más de US\$150.000 millones.

en moneda local por 760 millones de ringgit malasio (US\$200 millones).

Margen para crecer

Las emisiones actuales de *sukuk* siguen siendo una fracción de las emisiones de bonos convencionales o de valores respaldados por activos en los mercados emergentes. Pero un creciente número de países está considerando incursionar en el mercado de *sukuk* para diversificar la base de inversión y profundizar los mercados internos de capital.

En este contexto, el FMI está recibiendo cada vez más solicitudes de asistencia técnica como parte de sus mayores labores relacionadas con la gestión del riesgo soberano y el desarrollo de los mercados de capital, y ha asesorado a países acerca de emisiones de *sukuk* como alternativa de los instrumentos más tradicionales.

Se espera que la mayor demanda y la normalización de los valores islámicos fomenten más el mercado de *sukuk*. Se

prevé que los gobiernos y las empresas emitirán más de US\$30.000 millones en *sukuk* anualmente en los próximos tres años, con lo cual el tamaño del mercado se elevaría a más de US\$150.000 millones.

Superar obstáculos

Como todo mercado dinámico de titulación, el de los *sukuk* tiene un enorme potencial, pero aún hay que resolver varios obstáculos económicos, jurídicos y reglamentarios no relacionados con la *Shariah*. Algunos de ellos son la sustitución de ciertas características estructurales de los valores convencionales, como los créditos reforzados, que suelen prohibirse en los contratos islámicos; la incertidumbre jurídica por el hecho de que la estructura de la transacción debe respetar tanto la ley mercantil como la islámica, sobre todo en los países no islámicos, y las diferencias reglamentarias entre los países.

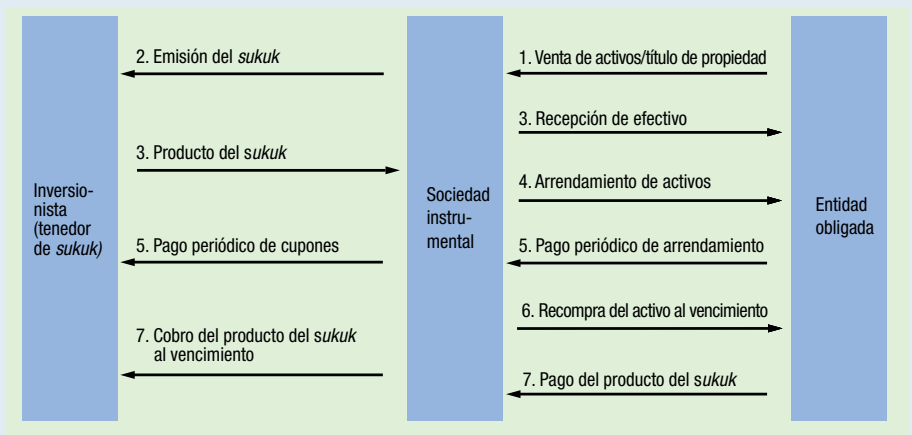
Los esfuerzos que están realizando los principales reguladores islámicos —la Organización de Contabilidad y Auditoría de las Instituciones Financieras Islámicas, el Mercado Financiero Internacional Islámico y la Junta de Servicios Financieros Islámicos— para armonizar las normas y las prácticas deberían ayudar a superar estas dificultades iniciales. ■

Andy Jobst, Peter Kunzel,
Paul Mills y Amadou Sy
FMI, Departamento de Mercados
Monetarios y de Capital

Gráfico 2

Estructura básica de un *sukuk ijará*

En un *sukuk* de tipo *ijará*, una sociedad instrumental es dueña del activo y lo arrienda por la duración del proyecto.



Mercados: Ajuste mundial prolongado *(continuación de la página 177)*

de crédito no se normalicen pronto, y algunas de las prácticas adoptadas en los mercados de crédito estructurado tendrán que cambiar”.

Desaceleración mundial

El informe, preparado por el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI, sostiene que la turbulencia podría afectar al crecimiento mundial: “Aunque las dislocaciones, sobre todo en los mercados de financiamiento a corto plazo, fueron profundas y en algunos casos imprevistas, el episodio estalló durante un período de crecimiento mundial superior al promedio. La revaluación del crédito y la contracción de la liquidez registradas hasta la fecha probablemente ralentizarán la expansión mundial”. El FMI dará a conocer las próximas previsiones del crecimiento de la economía mundial el 17 de octubre.

Al iniciarse la convulsión, las instituciones financieras sistemáticamente importantes tenían capitales adecuados para absorber las pérdidas probables: “La mayoría de las empresas pudo obtener los fondos necesarios para seguir funcionando. Pero el ajuste no ha llegado a su fin y si el proceso de intermediación se frena y las condiciones financieras empeoran más, el sector financiero mundial y la economía real podrían sufrir repercusiones más negativas”.

Riesgos para la macroeconomía

Según el informe, el endurecimiento de las condiciones monetarias y crediticias podría desalentar la actividad a través de varios canales. La disminución de la oferta de crédito a hogares debilitados podría agudizar el enfriamiento del mercado de la vivienda en Estados Unidos, en tanto que la caída de los precios bursátiles podría frenar el gasto por acción del efecto de riqueza y de la pérdida de optimismo entre los consumidores. El encarecimiento del capital para las empresas podría recortar el gasto de capital y, además, la dislocación de los mercados de crédito y financiamiento podría restringir el suministro y la canalización global del crédito.

Hasta el momento, los mercados emergentes soportan la turbulencia relativamente bien, en parte porque el crecimiento mundial es sólido y porque han saneado sus propias políticas macroeconómicas, pero deberán mantenerse alertas (véase la pág. 185). Por un lado, el riesgo soberano ha disminuido y el fortalecimiento de los balances se apoya en la solidez de las variables fundamentales; por el otro, van en aumento los riesgos en algunas economías que están experimentando una rápida expansión crediticia, sobre todo si está financiada por bancos que recurren a los mercados de capital. Además, en algunas de estas economías parte del sector privado está recurriendo a estrategias de endeudamiento relativamente riesgosas.

Cómo robustecer el sistema

Jaime Caruana, Consejero y Director del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI, señaló ante el período que les toca a las autoridades y los operadores extraer lecciones de la turbulencia para afianzar el sistema financiero mundial: “No es que, como piensan algunos, se necesite un nuevo paradigma regulatorio; más bien, debemos estar dispuestos a reevaluar algunos elementos del marco actual y aportarles los ajustes necesarios”.

Los elementos críticos son los siguientes:

- **Mayor transparencia.** El mercado no puede diferenciar ni valorar debidamente el riesgo sin información exacta y puntual sobre los riesgos subyacentes. Es importante que las instituciones financieras mantengan estrategias de financiamiento sólidas, idóneas para su respectivo modelo de negocios, y capaces de hacer frente a condiciones de estrés. Se necesita mayor transparencia sobre los vínculos entre las instituciones financieras sistemáticamente importantes y algunos de los vehículos que crean fuera del balance.
- **Más atención al riesgo.** La titulización —y a nivel más general la innovación financiera— imprime eficiencia al mercado, mejora la distribución del riesgo y facilita la globalización de los mercados. Pero es necesario comprender cómo contribuyó a las circunstancias actuales; concretamente, en qué medida la estructura de incentivos (como los que llevan a los prestadores originantes a vigilar el riesgo) puede haber quebrantado la disciplina crediticia.
- **Mejoras en las calificadoras de riesgo.** Su actuación seguirá siendo fundamental para el funcionamiento de los mercados financieros. Si se aplica una escala diferenciada de calificaciones a los productos estructurados, los inversionistas podrían tomar conciencia de que esos instrumentos tienen un margen de deterioro más rápido en comparación con los bonos soberanos o corporativos tradicionales, por ejemplo. Análogamente, los inversionistas no deben basar demasiado sus decisiones en una simple letra, ni usarla para evitar hacer su propia evaluación.
- **Mejor valoración.** Habrá que prestar más atención a la valoración de productos complejos en un mercado sin liquidez suficiente como para fijar precios de mercado fiables, sobre todo al tener en cuenta las primas por el riesgo de liquidez y el hecho de que las instituciones financieras los aceptan como garantía. Asimismo, habrá que afinar las prácticas de gestión de la liquidez.
- **Ampliación del perímetro de riesgo.** El perímetro de reunificación del riesgo para los bancos ha resultado ser más amplio que el perímetro contable o legal de costumbre. El resultado es que existen riesgos que parecen estar distribuidos y que pueden regresar bajo distintas formas a los bancos que los distribuyeron. El riesgo reputacional puede obligar a los bancos a asumir pérdidas de entidades jurídicamente independientes, y los instrumentos o las estructuras nuevas pueden ocultar pasivos contingentes o fuera del balance. ■

Aumenta la vulnerabilidad de algunos mercados emergentes

Aunque las economías desarrolladas fueron las más afectadas por la turbulencia financiera reciente, algunos mercados emergentes podrían ser vulnerables a un éxodo de capitales, según el informe *Global Financial Stability Report*. Esa vulnerabilidad podría perdurar aun después de que se asienten los mercados más maduros.

En términos generales, el riesgo soberano es un poco más bajo para los mercados emergentes, que gozan de fundamentos económicos generalmente sólidos, pero el riesgo global es más agudo en algunas economías que están viviendo una rápida expansión crediticia y dependen cada vez más de la entrada de capitales internacionales.

Estrategias riesgosas

En un reflejo del quebrantamiento de la disciplina crediticia en los mercados maduros, parte del sector privado de algunas economías emergentes está recurriendo a estrategias de endeudamiento relativamente riesgosas; en particular, los bancos de algunos países de Europa oriental y Asia central se están volcando con creciente frecuencia a los mercados de capital para financiar la ampliación del crédito.

Si bien los indicadores muestran que los sistemas bancarios de los mercados emergentes son rentables, están bien capitalizados y tienen diversas fuentes de ingresos y activos de buena calidad, es necesario reforzar la supervisión porque las circunstancias varían mucho de un país a otro y las autoridades deben evitar que las vulnerabilidades alcancen niveles más sistémicos.

El informe destaca los ámbitos que requieren especial vigilancia en algunos mercados emergentes:

- Un mercado de **préstamos sindicados de colocación privada** en expansión, que quizá permita a algunos emisores evadir la extensa divulgación de información exigida en los mercados cotizados. Un número creciente de inversionistas novatos se inclina por los títulos de alta rentabilidad, lo cual parece estar debilitando

la disciplina crediticia. Las colocaciones privadas se multiplican rápidamente en las economías emergentes de Europa, Oriente Medio, África y, en menor medida, Asia, en parte a expensas de los mercados de bonos públicos y renta variable.

- La veloz **expansión del crédito nacional financiado desde el extranjero**, sobre todo en las economías emergentes de Europa y Asia central, que hoy absorben casi la mitad del financiamiento internacional a través de bancos y bonos. Si bien el financiamiento externo permite a los



Construcción en Nanjing, China: El informe destaca la convergencia de las rentabilidades de los mercados maduros y emergentes.

Sean Yong/Reuters

Asimismo, la búsqueda de mayor rentabilidad estimula la emisión de productos crediticios complejos, como instrumentos sintéticos y estructurados, que podrían entrañar más volatilidad para los inversionistas.

En cuanto a los flujos de inversión extranjera hacia los mercados emergentes, el informe precisa que, al contrario de los reportajes sobre pequeños mercados locales abrumados por inversionistas extranjeros, los precios de la renta variable parecen ser relativamente inmunes a la actividad de inversionistas institucionales como fondos de pensiones, fondos mutuales y compañías de seguros, aunque estos sí parecen exhibir un comportamiento de rebaño al moverse de un país a otro dentro de una región.

Más hedge funds en los mercados emergentes

Los *hedge funds* (fondos de inversión libre) y otros vehículos muy apalancados, cada vez más frecuentes en los mercados emergentes, están abandonando la renta fija tradicional en busca de mayor rentabilidad, tanto en títulos de renta variable como en productos estructurados.

Algunos exhiben más tolerancia al riesgo y podrían dar lugar a importantes planteamientos regulatorios. Pero la distinción entre los *hedge funds* y los inversionistas institucionales parece cada vez más difusa, ya que ciertos plazos de inversión se alargan para aquellos y se acortan para estos.

Una de las consecuencias de esta caudalosa inversión bursátil en los mercados emergentes es la convergencia de las rentabilidades de los mercados maduros y emergentes. Eso significa que algunos inversionistas mundiales quizás estén reevaluando los beneficios de diversificarse hacia los mercados emergentes y que el comportamiento de ambos grupos se está aproximando a medida que se desvanece el excedente de rentabilidad. ■

Laura Kodres
FMI, Departamento de Mercados
Monetarios y de Capital

La crisis hipotecaria deja lecciones

La reciente agitación en los mercados de crédito ya ha afectado directamente a los *hedge funds*, los fondos de inversión y el mercado de efectos comerciales. El Reino Unido, Alemania y Canadá han tenido que rescatar bancos, y los principales bancos centrales han tenido que inyectar liquidez al mercado. El detonante: la crisis hipotecaria de Estados Unidos.

En un estudio reciente, el FMI rastrea los orígenes y los problemas actuales del mercado de hipotecas de alto riesgo y analiza opciones. Con la nueva tecnología de tramitación y financiamiento de préstamos, las instituciones de depósito evitan pérdidas fuertes, pero se exponen al riesgo de depender más de la liquidez a mansalva y al costo de la menor protección del consumidor.

¿Qué son los préstamos de alto riesgo?

Se trata de hipotecas de reembolso más dudoso porque cumplen con menos criterios que las “preferenciales”. Su evaluación suele basarse en los antecedentes y la calificación crediticia del prestatario, la razón servicio de la deuda/ingreso y, a veces, la razón hipoteca/valor de la vivienda.

Los avances en materia jurídica en los años ochenta y el advenimiento de la suscripción automatizada en los años noventa propiciaron el desarrollo del mercado (gráfico 1). Otro factor fue la titulización, que disipa el riesgo y genera una oferta de valores de alta calidad y rentabilidad, creando oportunidades en el mercado hipotecario para entidades especializadas. Esto permitió relajar el racionamiento del crédito a los prestatarios marginales que solían considerarse de alto riesgo. El resultado fue una subida marcada del porcentaje de propietarios de casas en Estados Unidos desde mediados de los años noventa.

Productos de bajo costo

Los préstamos de alto riesgo se aceleraron gracias al mayor apalancamiento apoyado en los precios más altos de las casas. Pero en 2005–06, el aumento de los coeficien-

Puntos clave

Antecedentes: Las hipotecas de alto riesgo se popularizaron con el advenimiento de la suscripción automatizada durante los años noventa. La titulización (“reempaquetamiento” de préstamos) dispersó el riesgo y aceleró aún más el crecimiento del mercado.

La cuestión: La nueva tecnología de tramitación y financiamiento de préstamos ha protegido a los prestamistas de las pérdidas ingentes, pero los ha hecho depender más de la abundancia de liquidez de financiamiento. Este fenómeno ha deteriorado la protección del consumidor.

Implicaciones: Los reguladores deben reforzar la supervisión, pero sin poner en peligro el modelo de titulización.

tes de ingreso y de valor de la vivienda fue insuficiente para dar más acceso a la vivienda a muchos prestatarios de alto riesgo, y de ahí que empezaran a aparecer productos “asequibles”, como hipotecas de tasa variable “híbridas” y con “opciones”, con tasas de “enganche” fijas e inicialmente bajas, pero que podían dar lugar a una amortización negativa en los primeros años.

Conforme los precios siguieran subiendo, los prestatarios podían evitar el shock de reajuste tras el vencimiento de la tasa de “enganche” mediante el refinanciamiento con otra tasa variable. Pero muchos prestamistas y prestatarios sabían, o debían haber sabido, que esos préstamos no eran viables con la tasa de interés máxima.

El cobro de comisiones en el proceso de titulización y la disipación del riesgo restaron importancia a la prudencia, y fue así que empezaron a reducirse u obviarse los requisitos de verificación del ingreso. A finales de 2006, las hipotecas de alto riesgo representaban un 15% (US\$1,5 billones) de las hipotecas activas en Estados Unidos, habiéndose suscrito US\$0,6 billones en

2006; un 90% eran de tasa variable, y la mayoría eran productos “asequibles”.

Auge y caída

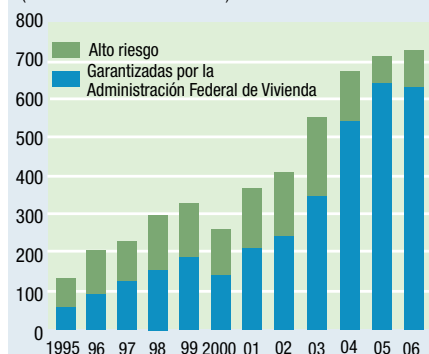
Con la desaceleración de los precios en 2006, las tasas de mora e impago de las hipotecas de alto riesgo de 2006 se dispararon, pese a la buena coyuntura económica (gráfico 2). Cuando los precios subían, los prestamistas contaban con el capital inmobiliario que les permitía renegociar los préstamos o vender sus casas y pagarlos por anticipado. Pero la desaceleración de los precios y la subida de los intereses crearon situaciones insostenibles para muchos prestatarios. Los índices más altos de incumplimiento se registraron en los nuevos productos hipotecarios, sobre todo aquellos en que los riesgos están superpuestos —préstamos voluminosos a prestatarios poco solventes— y en que la verificación de ingresos fue superficial.

El aumento de las tasas de mora e impago de las hipotecas de 2006 ha sido vertiginoso.

Gráfico 1

Fin de las garantías

La mayoría de los préstamos de alto riesgo en Estados Unidos ya no están garantizados por la Administración Federal de Vivienda (FHA, por sus siglas en inglés), porque los requisitos de crédito se flexibilizaron más allá de lo que la FHA exige a los prestatarios menos solventes. (Miles de millones de dólares)



Fuente: Inside Mortgage Finance.

El primer síntoma fue la proliferación de casos en que los prestatarios no pagaban una o dos de las primeras tres cuotas mensuales, con una posterior acumulación de los atrasos. El fraude también parece haber sido un factor decisivo, ya que varios emisores de hipotecas quebraron en 2006–07 cuando los tituladores ejercieron opciones que obligaban a los emisores a reasumir hipotecas en mora.

La magnitud de las pérdidas

El rápido aumento de los impagos iniciales y los atrasos afectó en un comienzo al sector poco capitalizado de los prestamistas especializados (más o menos un 40% de las hipotecas de alto riesgo de 2006), que clausuraron operaciones, declararon quiebra o fueron comprados. Las pérdidas de los bancos comerciales y de inversión —por tenencia directa de hipotecas de alto riesgo o por participaciones residuales en titulaciones gestionadas por ellos— hasta ahora han sido limitadas.

Las pérdidas han afectado sobre todo a los tenedores de productos titulizados (valores con respaldo hipotecario y obligaciones de deuda garantizadas), en particular de hipotecas de alto riesgo y Alt-A (a prestatarios solventes pero con poca documentación) suscritas en 2006. El daño total dependerá del monto en dólares de los impagos entre los préstamos subyacentes y del momento en que se realicen las pérdidas.

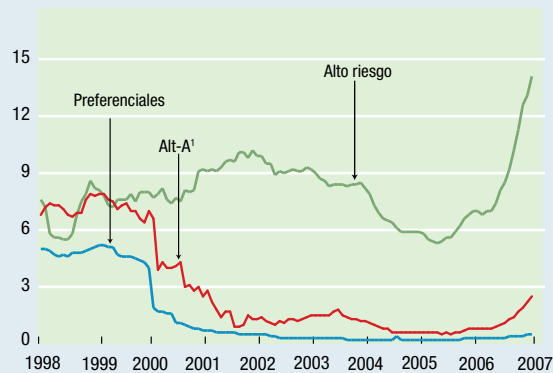
Casi todas las deudas serán absorbidas por las obligaciones de deuda garantizadas, y se estima que serán de entre US\$100.000 millones y US\$200.000 millones. La crisis de los bancos de ahorro y préstamo a comienzos de los años noventa arrojó pérdidas totales de aproximadamente US\$150.000 millones, mucho más graves como proporción de los activos del sector bancario de Estados Unidos en ese entonces.

Las pérdidas se han registrado en *hedge funds* especializados en valores respaldados con hipotecas de alto riesgo, ya que los retiros de los inversionistas y las demandas de cobertura suplementaria desencadenaron la venta en mercados sin liquidez o que se desplomaban. Los anuncios de

Gráfico 2

Crisis histórica

Los atrasos en los pagos y las ejecuciones de hipotecas de alto riesgo de tasa variable se dispararon en 2006. (Porcentaje de hipotecas activas en ejecución o con atrasos de 60 días o más)



Fuente: Citigroup.

¹Las hipotecas Alt-A tienen requisitos de documentación menos estrictos que otros tipos de hipotecas.

pérdidas o rescates limitados en otros segmentos han exacerbado el riesgo de contraparte y de liquidez, en especial en los mercados de efectos comerciales respaldados por activos.

Lecciones aprendidas

Los inversionistas se han fiado demasiado de las evaluaciones de crédito estructurado de las agencias de calificación. Los riesgos de crédito empresarial y estructurado se miden con metodologías fundamentalmente diferentes, pero las pérdidas potenciales son similares porque los resultados se evalúan con una misma escala. En el futuro, la distinción debería ser clara, y los inversionistas deberían considerar diversos factores a la hora de definir la política de inversión.

Los reajustes combinados de las tasas de interés provocarán un shock en los pagos de las hipotecas de alto riesgo en 2007–09. Hasta hace poco, ese problema se evitaba mediante el refinanciamiento, operación que ahora es mucho más difícil por el endurecimiento de las normas de crédito y porque el valor de las viviendas ha disminuido. Esto significa que las cesaciones de pago de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos seguirán aumentando a corto y mediano plazo.

Para evitar que se repitan las crisis, las autoridades pueden tomar ciertas medidas:

- **Mejorar la protección del consumidor.** Las normas de crédito más estrictas obligan a buscar un equilibrio entre la mayor protección del consumidor y la preservación

de un modelo de titulización que les ha permitido a las instituciones financieras de importancia sistémica disminuir el riesgo al que están expuestas. La tarea no es fácil, dado que el marco normativo y jurídico no es apto para frenar las prácticas abusivas de un modelo financiero orientado a la titulización. Los tituladores conocen la calidad de los préstamos, y una opción sería responsabilizarlos (en forma limitada) cuando fallen los controles contra el fraude y los abusos.

- **Reforzar la supervisión.** Las directrices federales sobre hipotecas de tasa variable híbridas y no tradicionales se han hecho más estrictas, pero el carácter fragmentado de las regulaciones financieras estadounidenses impiden la aplicación y el cumplimiento uniforme de las normas. Los cinco reguladores federales tienen que coordinar sus labores con los reguladores estatales, que tienen jurisdicción sobre las entidades no bancarias y los corredores de préstamos.

La Reserva Federal de Estados Unidos está examinando su autoridad para regular las operaciones hipotecarias y endurecer las restricciones, en especial las que atañen a la claridad con que se informa a los prestatarios y a la disponibilidad de préstamos de más riesgo.

- **Resistir a los rescates.** Habrá presiones continuas para rescatar o subsidiar a los prestatarios en problemas, pero las autoridades deberían resistirlas en general para no propiciar la especulación o el fraude. Si no es posible modificar los préstamos para ayudar a los prestatarios, las pérdidas deberían dispersarse entre los inversionistas que asumieron el riesgo, y no trasladarlas a los contribuyentes. ■

John Kiff y Paul Mills
FMI, Departamento de Mercados
Monetarios y de Capital

Este artículo se basa en el documento “Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets” (IMF Working Paper 07/188), de John Kiff y Paul Mills.

Nuevo impulso a la integración del Magreb

El Magreb está viviendo una etapa de estabilidad macroeconómica general y creciente prosperidad, pero con ingresos per cápita aún inferiores a los de otras economías emergentes. Aparte de facilitar el comercio y la integración financiera, la región tiene que hacer que el sector privado sea el motor del crecimiento.

La región se apresta a dar un nuevo impulso a la integración financiera durante una conferencia que busca dar al sector privado un papel más protagónico en la generación del crecimiento. Tras haber tratado la integración comercial y financiera en dos conferencias previas, esta vez los cinco países del Magreb —Argelia, Libia, Marruecos, Mauritania y Túnez— procurarán estrechar sus lazos mediante el fortalecimiento del clima empresarial y el fomento de la inversión privada.

Los cinco países magrebíes tienen un acervo común pero son económicamente diversos, están en diferentes etapas de desarrollo económico y cuentan con recursos naturales distintos. Pueden clasificarse en tres grupos: grandes productores de petróleo (Argelia y Libia), país de bajo ingreso que produce petróleo desde hace poco (Mauritania) y países de mercados emergentes (Marruecos y Túnez). Juntos conforman un bloque de más de



Puesto de venta en un mercado en Marrakech, Marruecos, uno de los países del Magreb que está procurando mejorar el clima empresarial y fomentar la inversión privada.

Merhjan Murat/DPA

83 millones de habitantes en una superficie aproximadamente 50% más extensa que la Unión Europea (UE).

Los cinco países han emprendido reformas importantes en los últimos dos decenios y en los últimos años consolidado mucho la prosperidad económica. Las condiciones macroeconómicas son en general estables (cuadro) y los ingresos per cápita están en alza. Además de las refor-

mas en curso, la creciente apertura de la región —reflejada por ejemplo en acuerdos independientes entre la UE y Argelia, Marruecos y Túnez— ha sido un factor clave de esta evolución favorable.

Tareas pendientes

Si bien las políticas tendientes a fomentar la iniciativa y la inversión privadas están empezando a rendir fruto, el crecimiento del ingreso per cápita en la región aún está a la zaga del de otras economías emergentes. Los gobernantes han señalado que una mayor integración económica de la región es una forma de acelerar el crecimiento para reducir el desempleo y elevar los niveles de vida.

Primero, al crear un mercado con una población similar a la de las principales economías comerciales, la región ganaría en eficiencia y se haría más atractiva para los inversionistas.

Segundo, al potenciar al máximo las ventajas esperadas de los actuales acuerdos bilaterales de libre comercio —sobre todo con la UE—, se ayudaría a estimular los flujos comerciales y se crearían oportunidades de mutuo beneficio.

Diversidad económica

Pese a sus diferencias, todos los países del Magreb avanzan a buen ritmo.

(Porcentaje, salvo indicación contraria)

	Población en 2006 (millones)	PIB per cápita en 2006 (dólares)	Crecimiento del PIB real ¹				Inflación media		
			1991–2000	2001–05	2006	2007 ²	1991–2000	2001–05	2006
Argelia	33,5	3.400	1,7	4,9	3,6	5,3	16,9	2,7	2,5
Libia	6,0	8.430	1,8	4,9	5,6	7,9	5,9	-4,2	3,4
Marruecos	30,4	2.165	2,4	4,2	8,0	2,5	4,1	1,4	3,3
Mauritania	2,9	921	3,0	4,0	11,4	1,0	5,2	8,2	6,2
Túnez	10,3	2.751	4,8	4,4	5,4	6,0	4,4	2,6	4,5
Promedio	83,5 ³	3.533	2,7	4,5	6,8	4,5	7,3	2,1	4,0

Fuentes: Autoridades de los países y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Tasa media de crecimiento anual.

²Cifras proyectadas.

³Población total.

Tercero, la integración financiera de la región daría un nuevo ímpetu a la reforma del sector financiero, lo cual a su vez ayudaría a incentivar la inversión y a ampliar aún más la integración financiera. Además, un diálogo más claro sobre políticas facilitaría la divulgación de experiencias y prácticas óptimas dentro de la región y ayudaría a que el actual esfuerzo de reforma se propague a diversos ámbitos.

La función del FMI

Durante su visita a la región en marzo de 2005, el Director Gerente del FMI, Rodrigo de Rato, propuso redoblar los esfuerzos de integración regional y ofreció el apoyo de la institución. Las autoridades señalaron tres ámbitos en que será crucial avanzar para profundizar la integración y mejorar las perspectivas de crecimiento: facilitación del comercio, reformas del sector financiero e integración financiera y la función del sector privado.

El FMI ayudó a organizar tres conferencias de alto nivel sobre estos temas. La primera, sobre la facilitación del comercio, se realizó en Argel en noviembre de 2005; la segunda, sobre la reforma del sector financiero y la integración financiera se efectuó un año después en Rabat. La tercera, sobre la función del sector privado, se celebrará en Túnez en noviembre.

Las ventajas de facilitar el comercio

La integración con la economía mundial crea enormes oportunidades de inversión, crecimiento y eficiencia económica, y la consolidación de los flujos comerciales en el Magreb es un primer paso importante hacia una mayor integración mundial. Los países de la región ya han liberalizado considerablemente su comercio exterior.

Al igual que en el resto del mundo, los acuerdos de comercio bilateral y regional han proliferado en la región, y entre los más importantes están los que la UE suscribió con Argelia, Marruecos y Túnez. Además, los cinco países de la región han reducido sustancialmente las barreras arancelarias en los últimos años, pero la protección sigue siendo alta: casi 20% como promedio en la región (aranceles medios simples basados en tasas de nación más favorecida), aproxi-

madamente 10 puntos porcentuales por encima del promedio mundial.

Aunque los países del Magreb están empezando beneficiarse de la liberalización comercial, el comercio entre ellos aún es limitado. Una mayor integración regional fomentaría el comercio intrarregional y ayudaría a atenuar el llamado efecto “hub-and-spoke”, que incentiva a las empresas a crear un “centro” (la UE) con varios “radios” (los cinco países del Magreb).

Un grave obstáculo para el desarrollo del comercio regional es el entorno reglamentario relativamente engorroso. La primera conferencia regional se centró en la facilitación del comercio y acordó un programa de trabajo para promover el

Los sistemas financieros eficientes y bien integrados apuntalan el crecimiento sostenido.

comercio dentro de la región y con el resto del mundo. El plan comprendía cuatro medidas básicas.

- Activar el comité de aduanero intramagrebí para reducir las distorsiones del comercio y el comercio informal.
- Continuar las reformas aduaneras y crear un sistema centralizado de procesamiento de documentos. La reforma aduanera de por sí sola no puede reducir todos los obstáculos al comercio. Un paso importante sería simplificar los procedimientos administrativos y organizar la transmisión de información y documentación pertinente.
- Crear una página web con información completa y al día sobre la reglamentación y la tributación del comercio.
- Establecer una unidad dirigida por el sector privado encargada de supervisar el comercio en el Magreb.

Para incentivar el comercio en la región también se podrían eliminar los aranceles discriminatorios y las barreras no arancelarias, ampliar las preferencias arancelarias concedidas a la UE dentro del Magreb y adoptar, a escala regional, las reglas de origen preferencial basadas en las normas que rigen el comercio entre la Comunidad Europea y los países de la alianza euromediterránea (“sistema pan-euromediterráneo”).

Integración financiera

Los sistemas financieros eficientes y bien integrados apuntalan el crecimiento sostenido. La integración financiera en el Magreb ayudaría a profundizar los mercados financieros, mejorar su eficiencia e incrementar la resistencia de las economías a los shocks, además de catalizar la integración financiera de la región. Al respecto, la segunda conferencia regional trazó un plan de acción con los siguientes objetivos en mente:

- Eliminar las barreras financieras al comercio intrarregional, como las deficiencias de los sistemas regionales de pagos y la falta de instrumentos de financiamiento del comercio.

- Simplificar los requisitos administrativos de las operaciones bancarias relacionadas con el comercio.

- Crear un banco dedicado a facilitar y fomentar la inversión y el comercio internacional en la región.

- Armonizar el marco reglamentario y de supervisión y los sistemas de pagos.

- Mejorar la coordinación y la cooperación entre las instituciones financieras regionales y los bancos centrales y crear una página web con información financiera exhaustiva.

Para que la integración financiera prospere también es vital preservar la estabilidad macroeconómica, emprendiendo las reformas que sean necesarias para modernizar los sectores financieros internos y liberalizando paulatinamente la cuenta de capital.

Los países del Magreb abordarán el tercer aspecto de su estrategia de integración cuando se reúnan en Túnez este año para debatir la función del sector privado, motor básico del crecimiento más vigoroso y sostenido. ■

*Laurence Allain y Boileau Loko
FMI, Departamento del Oriente Medio
y Asia Central*

El boom petrolero pone a prueba a los países productores

Todos los consumidores se alegran cuando baja, aunque sea poco, el costo de repostar combustible. Pero los frecuentes altibajos del precio del crudo y de las consiguientes afluencias de divisas, y el carácter no renovable del recurso, complican la gestión macrofiscal en los países productores de petróleo.

Varios de estos países han creado instrumentos fiscales especiales (IFE)—fondos petroleros, reglas fiscal, leyes de responsabilidad fiscal y precios presupuestarios del petróleo— para facilitar la gestión de las finanzas públicas (recuadro). Los motivos a veces han sido consideraciones institucionales y de economía política, por ejemplo en casos en que al gobierno le es difícil contener el gasto público.

El Departamento de Finanzas Públicas del FMI examinó la gestión de la política fiscal de los países productores de petróleo frente al reciente auge de los ingresos petroleros, y el papel desempeñado por los IFE. El estudio abarcó a países con información disponible y en que los ingresos



Refinería en Anzoátegui, Venezuela: Los saldos fiscales mejoraron en muchos países productores de petróleo tras el marcado aumento de los precios registrado desde 1999.

Jorge Silva/Reuters

petroleros equivalieron a por lo menos 20% del ingreso fiscal total en 2004.

Respuestas fiscales

El precio medio del crudo se triplicó de US\$18 por barril en 1999 a US\$53 en 2005, con alzas ulteriores en 2006. El consiguiente aumento de las exportaciones y de los ingresos ha tenido fuertes implicaciones macroeconómicas y fiscales en los países que dependen mucho de la renta

del petróleo. Ante este boom, las respuestas fiscales básicas han sido tres:

- En promedio, durante 2000–05 los gobiernos destinaron casi la mitad de los nuevas afluencias a elevar el gasto y reducir el ingreso primario no petrolero. A finales de los años noventa, los déficits fiscales de los productores petroleros se convirtieron en superávits crecientes, pero con varianzas marcadas entre países.

Mediante las instituciones fiscales especiales se facilita la gestión de los ingresos petroleros

Fondos petroleros. Han proliferado últimamente, y apuntan a la estabilización, el ahorro financiero, la gestión de activos y la transparencia fiscal. Suelen imponer reglas relativamente rígidas al depósito y retiro de los recursos, a menudo basadas en la expectativa de que al eliminar del presupuesto las “oleadas” de ingresos petroleros será más fácil moderar y estabilizar el gasto, y reducir la discrecionalidad. Pero se ha observado que en varios casos las reglas rígidas han sido modificadas, obviadas o eliminadas. Con el alza de los precios, los fondos petroleros se están centrando más en metas de ahorro a largo plazo. En ciertos casos los recursos se reservan para fines específicos.

Reglas fiscales, leyes de responsabilidad fiscal. Son mecanismos que influyen perma-

nentemente en la formulación y ejecución de la política fiscal y que suelen consagrarse en disposiciones constitucionales o jurídicas. Son menos comunes que los fondos petroleros, pero su efecto puede ser más profundo porque su fin es limitar la política fiscal general. En varios casos, las reglas o los marcos fiscales se han deteriorado o descartado con el paso del tiempo.

Pronósticos presupuestarios del precio del petróleo. La mayoría de los productores de petróleo calculan el presupuesto a partir de pronósticos conservadores del precio o de los ingresos del petróleo. Es una táctica prudente para reducir el riesgo de que se produzcan déficits o ajustes fiscales fuertes si los ingresos petroleros llegaran a disminuir. Pero si bien

la prudencia es una buena política, el uso de precios artificialmente bajos para contener el gasto probablemente no es una estrategia sostenible, y puede dar lugar a ineficiencias.

El estudio del FMI abarca países productores con ingresos petroleros equivalentes a por lo menos un 20% del ingreso fiscal total de 2004 y con suficiente información disponible: Angola, Arabia Saudita, Argelia, Azerbaiyán, Bahrein, Brunei, Camerún, Chad, Ecuador, Emiratos Árabes Unidos, Gabón, Guinea Ecuatorial, Indonesia, Irán, Kazajstán, Kuwait, Libia, México, Nigeria, Noruega, Omán, Qatar, la República del Congo, Rusia, Siria, Sudán, Timor-Leste, Trinidad y Tabago, Venezuela, Vietnam y Yemen.

- Los mayores ingresos ayudaron a los países productores a destinar más recursos públicos al logro de importantes metas económicas y sociales, lo cual quizá sea una respuesta adecuada. Pero muchos productores que elevaron el gasto con rapidez exhiben índices bajos de eficacia gubernamental, que crean dudas sobre su capacidad para aprovechar bien los recursos adicionales.

- Las sostenibilidad fiscal a largo plazo de varios productores de crudo mejoró entre 2000 y 2005, según un parámetro de referencia normalizado, pero en unos pocos casos se deterioró, sobre todo por la agudización de los déficits primarios no petroleros. Algunos países aún son vulnerables a los shocks del precio del petróleo y a los posibles ajustes posteriores.

Gestión fiscal y función de los IFE

Se ha constatado que la solidez de las instituciones, de los sistemas de gestión financiera pública y de las perspectivas a mediano y largo plazo es esencial para garantizar la calidad del gasto y la sostenibilidad de las políticas fiscales. La calidad institucional (en aspectos como la rendición de cuentas y la calidad de la administración pública) incide en los resultados fiscales, y en ciertos casos debe darse prioridad al fortalecimiento de los sistemas de gestión financiera pública.

Aparte de perfeccionar los análisis de riesgo, los marcos a mediano plazo pueden ayudar a vincular los presupuestos anuales con las políticas y las metas de sostenibilidad fiscal a largo plazo, en contraste con los horizontes a corto plazo característicos de los presupuestos de muchos países productores de petróleo.

Además, si tienen una perspectiva explícita a largo plazo, dichos marcos pueden mejorar la previsibilidad, la asignación de recursos y la transparencia y la rendición de cuentas, y pueden formularse de manera que ayuden a abordar los riesgos fiscales derivados del carácter volátil, imprevisible y agotable de los ingresos petroleros.

Solidez institucional

Se observó también que si los marcos institucionales son adecuados, los IFE bien diseñados pueden ser un apoyo de las políticas fiscales acertadas, pero que la clave está en la solidez institucional y en el compromiso político.

La creación de IFE no debería competir con otras reformas más básicas de la gestión financiera pública y de gobierno. La experiencia internacional ha demostrado la conveniencia de adoptar ciertos principios concretos para la formulación y operación de IFE eficaces.

Según el estudio, los fondos petroleros no deberían estar autorizados para gastar, sino que deberían incorporarse en el presupuesto para mejorar la coordinación de la política fiscal y la eficiencia del gasto público; y los fondos financieros deberían tener preferencia sobre los de reglas rígidas. Deben existir mecanismos para garantizar la transparencia, la buena gestión de gobierno y la rendición de cuentas.

Financiamiento de los déficits pospetroleros de África

El precio del petróleo es uno de los más volátiles y difíciles de prever. Dado lo sucedido en ciclos pasados de auge y caída, esta vez muchos países productores están procurando no delinear planes de gasto a largo plazo basados en ingresos inconstantes. Esto es especialmente pertinente en África, donde las reservas de petróleo (próximas a agotarse en algunos países) en general no han acelerado el desarrollo socioeconómico.

Los gobiernos tienen que elegir entre programar ajustes fiscales graduales mientras haya superávits o verse obligados a reducir bruscamente el gasto público cuando los ingresos petroleros empiecen a menguar, perjudicando por lo general a los segmentos más desaventajados de la sociedad. Se han utilizado estimaciones de las reservas de petróleo (y gas) para trazar una estrategia fiscal a largo plazo que aliente a los gobiernos a acumular activos (financieros netos) durante los años productivos para ampliar el espacio fiscal en los años posteriores.

Dentro de este marco prospectivo, la política óptima consistiría en fijar el gasto (de consumo) en un nivel constante del PIB, igual a la renta anualizada de la riqueza petrolera y de los ingresos no petroleros. Los gobiernos entonces invertirían el resto del ingreso petrolero corriente en otros activos (en este caso, financieros), que generarían un tasa de rendimiento que permitiría financiar indefinidamente un déficit primario cuando las reservas de crudo se agoten.

Según estos parámetros, simulados en el documento de trabajo del FMI "Old Curses, New Approaches? Fiscal Benchmarks for Oil-Producing Countries in Sub-Saharan Africa" (No. 07/107, mayo de 2007), será necesario ajustar la actual orientación de la política fiscal de la mayoría de los productores de petróleo de África subsahariana. Aún con supuestos optimistas sobre parámetros clave, como el volumen de las reservas explotables de petróleo y gas, la mayoría de estos países no podrá mantener el actual nivel de gasto público.

Por lo tanto, una política a mediano plazo clara define los presupuestos en función de coeficientes de referencia del consumo público, y procura incrementar las tasas de rendimiento efectivo de las inversiones (financieras y físicas). Una gestión financiera pública más adecuada puede ayudar a evitar que se repitan los ciclos de auge y caída y a mejorar los indicadores socioeconómicos en países en que la riqueza petrolera apenas ha beneficiado a grandes segmentos de la población. ■

Jan-Peter Olters
FMI, Departamento de África

Las reglas fiscales cuantitativas siguen siendo difíciles de aplicar en los países productores de petróleo, pero las leyes de responsabilidad fiscal —con amplios requisitos de procedimiento y transparencia— quizás ayuden más a preservar la credibilidad fiscal. Pero el éxito depende de su formulación, de su coherencia con la capacidad de gestión financiera pública y de la aplicación de las disposiciones. ■

Rolando Ossowski, Mauricio Villafuerte y Paulo Medas
FMI, Departamento de Finanzas Públicas
Theo Thomas
FMI, Departamento de Asia y el Pacífico

De Rato insta a atacar la pobreza y la desigualdad

El crecimiento fuerte y la inflación baja son cruciales para el desarrollo económico, pero hay “poderosas razones” para atacar la pobreza de frente, señaló De Rato en Perú el pasado 20 de septiembre, durante su última visita a América Latina como Director Gerente del FMI. Agregó que las mayores contribuciones pueden hacerse en materia de política fiscal y reformando el sector financiero y las instituciones.

Se aprueban US\$118 millones para la República Dominicana

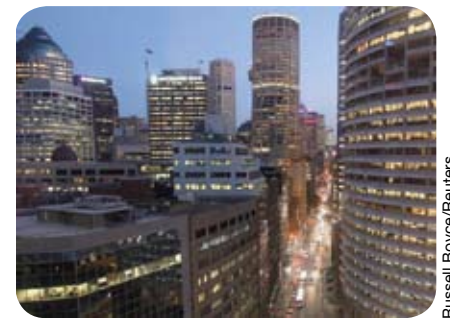
El Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un desembolso de US\$118 millones en el marco de un acuerdo stand-by de US\$672 millones suscrito en 2005. El Subdirector Gerente del FMI, Murillo Portugal, elogió la evolución económica del país, y señaló que “el desafío ahora consiste en preservar la consolidación fiscal durante el próximo ciclo electoral, controlando con firmeza el gasto público”.

Superávit en Brasil

Pese a una marcada apreciación del real y un aumento sostenido de las importaciones, se prevé que en 2007 la cuenta corriente externa de Brasil registrará otro pequeño superávit gracias al dinamismo de las exportaciones. Así lo indican datos presentados al Directorio Ejecutivo del FMI y publicados el 18 de septiembre.

Nuevo folleto del FMI sobre estadísticas macroeconómicas

El nuevo documento del Departamento de Estadística del FMI —“The System of Macroeconomic Accounts Statistics”— explica las interrelaciones entre cuatro grupos básicos de estadísticas: cuentas nacionales, balanza de pagos y posición de inversión internacional, estadísticas monetarias y financieras y estadísticas de finanzas públicas.



Russell Boyce/Reuters

Australia a la vanguardia

El FMI anunció en septiembre que, tras examinar la evolución económica de Australia a finales de agosto, los directores ejecutivos felicitaron a las autoridades de ese país por la “ejemplar gestión macroeconómica”, que muchos consideran que está a la “vanguardia de las prácticas óptimas internacionales”.

La información mitiga el riesgo financiero

El blanqueo de capitales y las transferencias electrónicas proliferan en todo el mundo, y de ahí que la transmisión y el intercambio ágiles de información entre las autoridades policiales sean factores de importancia crítica.

El tema se examina en un nuevo libro titulado *Working Together: Improving Regulatory Cooperation and Information Exchange*.

Indonesia: Mejor preparada para capear temporales

Tras la crisis financiera de Asia de 1997–98, Indonesia emprendió reformas para solucionar problemas institucionales arraigados. Con la ayuda de políticas acertadas y de un entorno externo más propicio, las reformas han reducido la vulnerabilidad financiera y macroeconómica del país.



Beawiharta/Reuters

Léalo antes en el Boletín del FMI en línea

El *Boletín del FMI* ahora tiene una versión en línea que se actualiza varias veces por semana. La versión ampliada de los resúmenes de esta página puede consultarse (en inglés) en www.imf.org/imfsurvey.

En el buzón

Aprendizaje a distancia

Una participante de Estados Unidos en el programa de cursos a distancia del Instituto del FMI opina sobre Programación y política financieras, una clase de 10 semanas que ofrece capacitación en línea a funcionarios de nivel intermedio que no pueden ausentarse por períodos largos.

Véase la sección “What Readers Say” (en inglés) en la versión en línea del *Boletín del FMI*.

Envíenos su opinión

El *Boletín del FMI* recibe con interés comentarios, sugerencias y cartas breves de los lectores, algunas de las cuales se publican, a veces resumidas, en la sección “What readers say” (en inglés) de la versión en línea. Buzón de correspondencia por Internet: imfsurvey@imf.org.