



FINANZAS y DESARROLLO

www.imf.org/fandd

Diciembre de 2008

**La crisis
golpea a Asia**

**Blanchard y el
camino hacia
la recuperación**

**El-Erian y
la falla de
los controles**

**Semblanza de Shiller, autor
de *Exuberancia Irracional***

**Disección de 122
recesiones nacionales**

**Las crisis a través
de la lente
de la historia**

Grietas en el sistema

**La economía mundial
EN APUROS**

Finanzas & Desarrollo, diciembre de 2008



MFISA2008004

Finanzas & Desarrollo es una publicación trimestral del Fondo Monetario Internacional. La revista se publica en árabe, chino, español, francés, inglés y ruso. Edición en español: ISSN 0250-7447

DIRECTOR

Jeremy Clift

REDACTORES PRINCIPALES

Camilla Andersen

Archana Kumar

James Rowe

Simon Willson

ASISTENTES EDITORIALES

Maureen Burke

Sergio Negrete Cardenas

Natalie Ramírez-Djumena

Jair Rodríguez

DIRECTORA DE ARTES GRÁFICAS

Luisa Menjivar

DISEÑADORA GRÁFICA

Lai Oy Louie

AYUDANTES DE REDACCIÓN

Lijun Li

Kelley McCollum

Niccole Braynen-Kimani

ASESORES DE LA REDACCIÓN

Bas Bakker

Tim Callen

Adrienne Cheasty

Ana Corbacho

Alfredo Cuevas

Marcello Estevão

Domenico Fanizza

James Gordon

Thomas Helbling

Paul Hilbers

Paolo Mauro

Gian Maria Milesi-Ferretti

Paul Mills

Uma Ramakrishnan

EDICIÓN EN ESPAÑOL

Departamento de Tecnología
y Servicios Generales

TRADUCCIÓN

Rodrigo Ferreros

CORRECCIÓN DE PRUEBAS

Virginia Masoller

COMPOSICIÓN GRÁFICA

Fernando Solé

**Toda consulta sobre publicidad
debe dirigirse a:**

IMF Publication Services
700 Nineteenth Street, NW
Washington, D.C. 20431, EE.UU.

Tel.: (202) 623-7430

Fax: (202) 623-7201

Correo electrónico: publications@imf.org

El franqueo para publicaciones periódicas se paga en Washington y en las demás oficinas de correo. Edición impresa por United Lithographers Inc., Ashburn, VA. **Al Jefe de Correos:** Se ruega notificar los cambios de domicilio a la dirección mencionada.

© 2008 Fondo Monetario Internacional. Reservados todos los derechos. Las solicitudes de autorización para reproducir artículos con fines **no comerciales** deben dirigirse a: Editor-in-Chief, *Finance & Development* International Monetary Fund Washington, D.C. 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-8300 / Fax: (202) 623-6149 Internet: www.imf.org/fandd

La autorización para la reproducción con fines **comerciales** puede tramitarse en línea a través del **Copyright Clearance Center** (www.copyright.com) a un cargo nominal.

Las opiniones expresadas en esta publicación son las de los autores indicados y no reflejan necesariamente la política del FMI.



FINANZAS & DESARROLLO PUBLICACIÓN TRIMESTRAL
DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL
Diciembre de 2008 • Volumen 45 • Número 4

ARTÍCULOS DE FONDO

LA ECONOMÍA MUNDIAL EN APUROS

8 Grietas en el sistema

Reparar los daños de la economía mundial
Olivier Blanchard

11 Cómo evitar crisis en el futuro

Las prioridades de la reforma regulatoria después del colapso
Noel Sacasa

15 Una crisis aleccionadora

Hay que modernizar el marco multilateral
Mohamed A. El-Erian

18 La crisis a través de la lente de la historia

La actual crisis financiera es feroz, pero la historia muestra la forma de evitar otra Gran Depresión
Charles Collyns

21 Las soluciones de Estocolmo

Una enseñanza crucial del caso nórdico es la necesidad de una actuación preponderante del Estado en la resolución de las crisis
Stefan Ingves y Göran Lind

24 El camino a la recuperación:

Las lecciones de Japón
Los problemas de liquidez e insolvencia requieren una estrategia
Kenneth Kang y Murtaza Syed

26 Cuando las crisis colisionan

Las recesiones acompañadas por contracciones del crédito y caídas de los precios de los activos son más largas y profundas
Stijn Claessens, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones

29 Convergencia de las cifras de crecimiento

Archana Kumar conversa con *Michael Spence* y *Mahmoud Mohieldin* sobre los factores de crecimiento de los países, en períodos de bonanza y de crisis

34 La turbulencia financiera mundial pone a prueba a Asia

A medida que se propaga la crisis financiera mundial, ¿cómo se protegerá Asia de la tormenta?
Kenneth Kang y Jacques Miniane

37 Garantizar la seguridad alimentaria

La política comercial debe complementarse con otras medidas a fin de garantizar la disponibilidad de alimentos para todos
Maros Ivanic y Will Martin

40 Inversiones entre vecinos

Los productores de petróleo del Golfo están invirtiendo petrodólares en otros países de Oriente Medio y esta tendencia continuará aunque los precios caigan
Mahmoud Mohieldin



La siguiente fase de la crisis

LA CRISIS financiera ya amenaza con degenerar en una profunda y prolongada recesión mundial, y las autoridades monetarias y financieras están tomando medidas sin precedentes para restablecer la confianza y el flujo del crédito, así como medidas de emergencia y estímulo fiscal para frenar la contracción económica. Al mismo tiempo, los reguladores y encargados de formular políticas consideran urgente la reforma de los sistemas regulatorios y de supervisión, que se inició en noviembre con la reunión del Grupo de los 20 en Washington y continuará en 2009.

En esta edición de *F&D*, el Consejero Económico del FMI Olivier Blanchard analiza por qué el mundo cayó en este trance y qué se puede hacer, ahora y a mediano plazo. La gravedad de la crisis también ha despertado conciencia sobre la

necesidad de reformar la organización y regulación del sistema financiero.

En nuestra edición de junio, examinamos los orígenes de la crisis. Ahora exploramos opciones regulatorias, los pros y contras de modernizar el marco multilateral, e intentamos extraer algunas lecciones de la historia.

También consultamos con algunos líderes del pensamiento económico, como Robert Shiller, sobre las burbujas de precios de los activos; Michael Spence y Mahmoud Mohieldin con respecto a la crisis y su impacto sobre el crecimiento, y Mohamed El-Erian en cuanto a las repercusiones sobre la regulación internacional. Asimismo, examinamos los efectos de la crisis del precio de los alimentos y los combustibles —que alcanzó su apogeo a mediados de 2008— sobre la seguridad alimentaria, la inversión de petrodólares y la pobreza. ¡Esta es una edición llena de información!

Jeremy Clift
Director

- 42 Nigeria trata de reivindicarse**
Las ganancias extraordinarias del petróleo se transforman en una bendición
Ngozi Okonjo-Iweala
- 45 Geografía económica de la integración regional**
Bien entendida, la integración regional ayuda a los países en desarrollo a conectarse con los mercados mundiales
Uwe Deichmann e Indermit Gill

DEPARTAMENTOS

- 2 Cartas al Director**
Weder di Mauro y el buen gobierno
¿A quién culpar?
- 3 Noticias del FMI**
Nuevo servicio de liquidez del FMI
El amortiguador de shocks
Prioridades de la supervisión del FMI
Préstamos a Ucrania y Hungría
Conferencia en Tanzania
- 4 Gente del mundo de la economía**
De visionario a innovador
Paolo Mauro traza una semblanza de Robert J. Shiller
- 32 Bajo la lupa**
Receta para vigorizar y sostener el crecimiento
Natalie Ramírez-Djumena y Jair Rodríguez

- 48 Vuelta a lo esencial**
¿Qué es el producto interno bruto?
Tim Callen
- 50 Críticas de libros**
The Arab Economies in a Changing World, Marcus Noland y Howard Pack
Rivals: How the Power Struggle Between China, India and Japan Will Shape Our Next Decade, Bill Emmott
The Great Inflation and Its Aftermath: The Past and Present of American Affluence, Robert J. Samuelson
Termites in the Trading System: How Preferential Trade Agreements Undermine Free Trade, Jagdish Bhagwati
- 54 Hablando claro**
Justin Yifu Lin: Un nuevo enfoque de la pobreza
Las recientes estadísticas sobre pobreza podrían ayudar a comprender mejor el proceso de desarrollo
- 56 Panorama nacional: Arabia Saudita**
- 57 Índice de artículos de 2008**

Fotografías: Portada, Leverett Bradley/Corbis; pág. 3, Viktor Korotayev/Reuters; pág. 4, Stephen Jaffe/FMI; págs. 8–9, Image Source/Corbis; pág. 12, Lance Nelson, Corbis; pág. 15, Rudy Sulgan, Corbis; pág. 18, Bettman/Corbis; pág. 21, Peder Björkegren/Etsa/Corbis; pág. 24, TWPhoto/Corbis; pág. 26, Bill Pugliano/Getty Images; págs. 30, 31, Michael Spilotro/FMI; págs. 32–33, Koichi Kajino/amanaimages/Corbis; págs. 34–35, Manan Vatsyayana/AFP/Getty Images; pág. 37, Ed Kashi/Corbis; pág. 40, Paul Dowd/Eye Ubiquitous/Corbis; págs. 42–43, Ed Kashi/Corbis; pág. 45, Imageplus/Corbis; págs. 50, 51, 52, 53, Unidad de Fotografía del FMI; pág. 54, Ryan Rayburn/Banco Mundial.



Weder di Mauro y el buen gobierno

El perfil de la asesora económica suiza Beatrice Weder di Mauro (septiembre de 2008) fue una lectura absorbente. El hecho de que Alemania haya elegido a Weder di Mauro para integrar su Consejo de Economistas subraya la apertura de ese país a un modelo de desarrollo basado en los resultados y de inspiración pública.

Convengo con Weder di Mauro en que los países occidentales, así como el FMI y el Banco Mundial, deben empezar a reducir su ayuda a los países en desarrollo que tengan trayectorias de mala gestión. Me inclino más hacia la canalización de las donaciones y la asistencia de las instituciones multilaterales para el desarrollo humano hacia el sector privado, que últimamente ha demostrado que puede impulsar el desarrollo de la infraestructura de África mediante ofertas públicas iniciales pioneras en el sector de telecomunicaciones y banca.



Robert M. Oyewole
Nigeria

¿A quién culpar?

Estamos ante lo que algunos comentaristas han denominado un “terremoto en los mercados”.

Este problema inesperado, que se originó en un sector de la economía estadounidense y se ha convertido en una amenaza para el sistema financiero mundial, nos recuerda el artículo “Para que la economía



mundial se mantenga en forma”, escrito por Carlo Cottarelli e Isabelle Mateos y Lago (septiembre de 2007). En su primera frase dice: “En términos económicos, ningún país es una isla”. Hoy somos testigos de la veracidad de esta afirmación. Vemos cómo las políticas —no importa cuán erradas— de un país grande pueden “transmitir las perturbaciones a través de las fronteras a una velocidad extraordinaria”.

En el artículo se afirma: “Hoy el FMI está revaluando detenidamente su modelo de acción para poder continuar cumpliendo el mandato fundamental de promover la estabilidad financiera internacional”. Según los autores, este mandato consiste en supervisar las economías de sus países miembros y, en un sentido más general, el buen funcionamiento del sistema monetario internacional, señalando las sinergias o las incongruencias entre las políticas de los 185 países miembros.

Considero que el sistema de libre mercado se ha visto afectado por las decisiones erradas de algunos individuos, ya sea debido a información equivocada o a segundas intenciones. Ojalá que este fenómeno no perjudique al sistema capitalista, y se tomen medidas para superar la crisis y restablecer el funcionamiento normal de la economía mundial. Sin embargo, cabe preguntarse si algún organismo supervisor estadounidense u organismo internacional estudiará los errores cometidos para determinar quién fue responsable.

Carlos Martorell Flores
Umacollo-Arequipa, Perú

¡Háganos llegar su opinión! Diríjanos sus comentarios, que no podrán exceder de 300 palabras, a fanddletters@imf.org o a Editor-in-Chief, *Finance & Development*, International Monetary Fund, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Las cartas serán editadas.

Calendario 2009

28 de enero–1 de febrero, Davos, Suiza

Reunión Anual del Foro Económico Mundial

10–11 de marzo, Dar es Salaam, Tanzania

Conferencia de alto nivel sobre los desafíos para el crecimiento de África

27–31 de marzo, Medellín, Colombia

Reunión Anual del Banco Interamericano de Desarrollo

25–26 de abril, Washington

Reuniones de Primavera del FMI y el Banco Mundial

15–16 de mayo, Londres, Reino Unido

Reunión Anual del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo

6–7 de octubre, Estambul, Turquía

Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial



**Visite la nueva librería
del FMI en Internet:
www.imfbookstore.org**

Nuevo servicio de liquidez del FMI

El FMI ha creado un servicio de préstamos a corto plazo para países de mercados emergentes con un sólido historial que se vean afectados por problemas de liquidez temporal en los mercados de capital. En virtud del Servicio de Liquidez a Corto Plazo, los países que reúnan los requisitos podrán solicitar créditos con un desembolso inmediato elevado y sin condiciones de supervisión, que los ayuden a restablecer la confianza y evitar el contagio financiero.

“El FMI está atendiendo las solicitudes de financiamiento con rapidez y flexibilidad. Estamos ofreciendo recursos considerables a algunos países, con condiciones basadas en las medidas absolutamente necesarias para superar la crisis y restablecer la viabilidad externa”, manifestó el Director Gerente del FMI.

El nuevo servicio obedece a una revisión más general de la función de financiamiento del FMI en sus países miembros, iniciada a principios de 2008 con miras a verificar si la institución cuenta con los instrumentos adecuados para satisfacer las necesidades de los países en un mundo caracterizado por movimientos transfronterizos del capital crecientes y cada vez más complejos.



Planta siderúrgica en Ucrania.

Un bombero económico

El FMI se apresuró a ayudar a los mercados emergentes afectados por las secuelas de la crisis financiera mundial y la tajante desaceleración de las economías avanzadas. En Europa oriental, ha aprobado un préstamo de US\$16.400 millones para Ucrania y uno de US\$15.700 millones para Hungría, ambos concedidos mediante el mecanismo de emergencia del FMI, que acelera la aprobación de los créditos a sus 185 países miembros.

El amortiguador de shocks

El FMI ha reformado su Servicio para Shocks Exógenos (SSE), creado hace dos años para ayudar a los países de bajo ingreso a superar emergencias suscitadas por causas ajenas a su control.

El nuevo SSE ofrece una asistencia más rápida, con montos más elevados, para ayudar a los países miembros de bajo ingreso en caso de variaciones de precios de las materias primas (incluido el petróleo), desastres naturales, o conflictos y crisis en países vecinos, que perturban el comercio. También se han simplificado las condiciones del SSE.

La revisión del SSE para hacer más fácil y expedito el apoyo del FMI a los países miembros se aceleró por el fuerte aumento de los precios de los alimentos y combustibles, que ha golpeado con mayor crudeza a los países de bajo ingreso.

Divulgación de lo aprendido

El FMI patrocinará una conferencia en Tanzania el 10–11 de marzo de 2009, en la cual se estudiarán mecanismos para que África pueda enfrentar la crisis financiera mundial y repetir sus recientes éxitos. Véase más información en www.changes-challenges.org.



Una vigilancia más estrecha

Como parte del examen de sus funciones, el FMI ha formulado nuevas prioridades para el seguimiento de las economías nacionales y mundial; por ejemplo, en las esferas de análisis de riesgo, vinculaciones entre el sector financiero y la economía real y análisis comparativo de países.

En la Declaración de Prioridades de la Supervisión se definen las prioridades económicas que corresponden a desafíos clave para la estabilidad externa de los países miembros del FMI y que la supervisión debe ayudar a remediar, y las prioridades operativas que determinan medidas concretas que el FMI debe tomar para abordar estos desafíos, con unos parámetros claros para evaluar los resultados y presentando informes periódicos basados en evaluaciones completas.

Un vistazo a las prioridades de la supervisión

Económicas

- Remediar las dificultades del mercado financiero.
- Fortalecer el sistema financiero mundial.
- Realizar un ajuste ante los vaivenes de los precios de las materias primas.
- Promover la resolución ordenada de los desequilibrios.

Operativas

- Evaluación del riesgo.
- Supervisión del sector financiero y sus vinculaciones con el sector real.
- Perspectiva multilateral.
- Análisis de los riesgos cambiarios y la estabilidad externa.

De visionario a innovador

Paolo Mauro traza una semblanza de Robert J. Shiller

A ROBERT J. SHILLER se lo suele describir como un visionario. En algunos de sus libros más vendidos, *MacroMarkets* y *El nuevo orden financiero*, sostiene que deben crearse nuevos mercados financieros en los que las personas puedan diversificar los riesgos que más las afectan, como el ingreso y los precios de la vivienda. Se refiere a esta situación como la democratización de las finanzas, es decir, lograr que los mercados financieros operen en beneficio de la gente corriente.

En los últimos años, Shiller —que tiene dos patentes a su nombre por innovación financiera— ha comenzado a convertir su visión en realidad: en 2006, los futuros sobre los precios de la vivienda en 10 zonas metropolitanas de Estados Unidos, así como un precio promedio a nivel nacional, empezaron a negociarse en la Bolsa Mercantil de Chicago. Su reputación como visionario en macroeconomía y finanzas quizás esté más afianzada entre el público en general por sus análisis sobre el comportamiento irracional de los mercados financieros, especialmente su admirable capacidad de identificar en una etapa inicial la “exuberancia irracional” y las burbujas especulativas en relación con los mercados bursátiles y los precios de la vivienda.

Obviamente, Shiller sigue siendo ante todo un prestigioso académico (ocupa la cátedra de Economía Arthur M. Okun en la Universidad de Yale y es Profesor de Finanzas en la Escuela de Negocios de Yale). Pero podría decirse que es lo más parecido a un famoso en el campo de la economía: sus libros sobre los mercados financieros y la crisis de las hipotecas de alto riesgo lo han convertido en una persona muy conocida, y ha aparecido en la prensa popular estadounidense en una serie de anuncios a toda plana sobre la planificación de la jubilación.

Exuberancia irracional

Primero, una exposición de datos concretos sobre la capacidad de Shiller de identificar las burbujas de precios de los activos. En 1996, Shiller señaló que la relación precio/beneficios en el mercado bursátil se situaba en su nivel histórico máximo, y declaró (la verdad es que con cuatro años de anticipación) que este mercado estaba sobrevalorado y probablemente se desplomaría. Presentó su análisis en la primera edición en inglés, impecablemente oportuna, de *Exuberancia irracional*, publicada en marzo de 2000, justo cuando se produjo el estallido de la

burbuja de la tecnología: concretamente, Shiller formuló un análisis convincente de los factores psicológicos que llevan a la formación de burbujas especulativas.

En un estudio de 2003 publicado juntamente con Karl Case en *Brookings Papers* y en la segunda edición de *Exuberancia irracional* (2005), Shiller mostró que los precios de la vivienda comenzaban a asemejarse a “un cohete en pleno despegue”, aunque la evolución de varios factores fundamentales no explicara este despegue. De hecho, utilizando una nueva serie histórica de los precios de la vivienda que abarcaba todo un siglo, Shiller reveló que los precios de la vivienda estaban aumentando más rápidamente que nunca en relación con los alquileres o la renta personal.

La explicación de Shiller sobre las burbujas está muy influenciada por la psicología. Reconoce el mérito a su esposa Virginia, una doctora en psicología clínica con la que está casado desde hace 30 años, por introducirlo en el campo de la psicología en una etapa temprana de su carrera, y añade que en un buen matrimonio uno llega a compartir la misma opinión sobre el mundo. Por lo tanto, según Shiller, las burbujas financieras tienen su origen en el hecho de que los “humanos somos animales sociales, e influimos unos en otros”, lo que da lugar al “contagio social”. Cuando las burbujas de precios de los activos crecen, los precios de las acciones suben porque se habla de una “nueva época”; del mismo modo, los aumentos sostenidos de los precios de la vivienda refuerzan la creencia colectiva de que los precios de la vivienda nunca bajan, lo que perpetúa una tendencia al alza que parece inevitable. Como destaca Shiller, esto no significa que los fundamentos económicos no importen. Por el contrario, considera que la hipótesis de los mercados eficientes es esencialmente válida, ya que un cambio suficientemente

importante de estos fundamentos al final generará variaciones de los precios de los activos.

Como todo el mundo sabe, los precios de la vivienda en Estados Unidos se han reducido drásticamente desde 2006. En este sentido, a Shiller lo han llamado Casandra, y cree que sin razón, porque si bien el reciente descenso de los precios ha representado enormes costos para las instituciones financieras y la economía a nivel más general, en circunstancias más normales la gente está contenta cuando la vivienda es más asequible.

En su último libro, *The Subprime Solution*, Shiller examina los problemas surgidos de los mercados hipotecarios y de la vivienda. Algunos analistas consideran que está escrito apresuradamente para aprovechar la actualidad del tema. No obstante, en el libro se analizan ampliamente las causas de la burbuja de los precios de la vivienda, se examina con detalle la historia de las principales instituciones establecidas por el Gobierno de Estados Unidos en los años treinta para rescatar al mercado de la vivienda y a la economía de la Gran Depresión, y se presentan propuestas creativas para reducir la posibilidad de que se produzcan nuevas burbujas similares en el futuro.

Shiller subraya la importancia clave de los rescates a gran escala: un componente lamentablemente necesario de la estrategia para restablecer el funcionamiento adecuado de los mercados. No obstante, es especialmente imaginativo cuando presenta sus recomendaciones: brindar asesoramiento financiero subvencionado a todos los ciudadanos; crear contratos hipotecarios estándar con opciones de incumplimiento en ciertas condiciones preacordadas, como un rápido descenso del ingreso en la categoría profesional del prestatario; nuevos productos financieros, como los valores indexados al ritmo de crecimiento del PIB o de los precios de la vivienda, y nuevos mercados financieros de seguros con garantía hipotecaria y seguros contra la pérdida del empleo. También respalda las propuestas presentadas por la jurista académica Elizabeth Warren para establecer una comisión de seguridad de los productos financieros.

De hecho, a lo largo de su carrera, el propio Shiller, quien ha argumentado que los mercados financieros se comportan irracionalmente, también ha propuesto más finanzas como parte de la solución. Según Shiller, el futuro incluirá “más finanzas, más innovación financiera, finanzas más democráticas (accesibles a todos) y finanzas en un contexto institucional más eficaz”.

Ser visionario cuesta esfuerzo

Shiller basa su visión en cuantiosos análisis académicos, en los que con frecuencia mezcla la teoría, el análisis empírico y una cantidad espectacular de datos cuidadosamente recopilados, y el diseño de medidas adecuadas para detectar los fenómenos económicos examinados.

Los primeros estudios de Shiller son claramente académicos y técnicos. En su primer estudio, publicado en *Econometrica*, analizó “un estimador de rezagos distribuidos derivado de estimaciones anteriores de suavidad”. Señala que le interesaba mucho la econometría no paramétrica y las estadísticas de Bayes, probablemente debido a la orientación científica y física de sus estudios. El primer artículo que captó la atención de muchos colegas académicos fue “Do Stock Prices Move Too Much

Recuadro 1

Orígenes de la expresión “exuberancia irracional”

Shiller no acuñó la expresión “exuberancia irracional”, título de uno de sus libros más vendidos, pero se acercó mucho. La expresión fue utilizada por Alan Greenspan, Presidente de la Junta de la Reserva Federal, en su discurso del 5 de diciembre de 1996 durante una cena de gala en Washington. Greenspan preguntó: “Pero ¿cómo sabemos si la exuberancia irracional ha provocado una escalada excesiva de los valores de los activos, que luego están sujetos a contracciones imprevistas y prolongadas como ha ocurrido en Japón durante la última década?”, y añadió: “Como gobernadores de los bancos centrales, no tenemos por qué preocuparnos si el colapso de la burbuja de los activos financieros no pone en peligro la economía real, la producción, el empleo o la estabilidad de precios”. Inmediatamente después de decir esto, la Bolsa de Tokio se desplomó y cerró con un descenso del 3%. También cayeron los mercados de todo el mundo. Shiller (junto con su colega John Campbell) declaró ante la Junta de la Reserva Federal y almorzó con Greenspan apenas dos días antes. Dijo que los mercados son irracionales, pero no recuerda haber utilizado la palabra “exuberancia”. Por su parte, Greenspan señala en su autobiografía que el concepto de exuberancia irracional se le ocurrió en la bañera una mañana cuando estaba escribiendo un discurso.

to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?” (*American Economic Review*, 1981). Fue un estudio muy influyente (y sigue siendo el artículo más citado de Shiller hasta el momento, según Google Scholar). Conforme a la teoría financiera estándar, el precio de la acción de una compañía deber ser igual a la suma de los dividendos (al valor presente neto) se espera que dicha compañía pague en el futuro. No obstante, los precios de las acciones fluctúan más de lo que se justificaría según las expectativas razonables de los dividendos futuros. Expresado en la jerga técnica, la volatilidad de los precios de las acciones es mucho mayor que la del valor presente neto descontado esperado de todos los dividendos futuros. Un ingrediente importante de este estudio es la recopilación de datos históricos a largo plazo sobre dividendos, durante todo un siglo.

El estudio despertó interés, pero en ocasiones también hostilidad, porque tocó un punto sensible al cuestionar la noción bien establecida de la racionalidad del inversionista. Dado el interés inicial de Shiller por el papel de los factores psicológicos en las finanzas, ¿debería considerársele el padre fundador de las finanzas del comportamiento (es decir, las finanzas desde la perspectiva más amplia de las ciencias sociales, incluidas la psicología y la sociología), que están muy de moda en los círculos académicos? Sí y no. Aunque Shiller estableció claramente que los mercados son excesivamente volátiles para que sus fluctuaciones estén impulsadas únicamente por los fundamentos económicos, sus estudios no se han centrado en explicar o predecir la *dirección* de las desviaciones de los precios de los activos con respecto a dichos fundamentos.

No obstante, desde el principio de su carrera Shiller subrayó la importancia de los factores psicológicos, y ahora se ve que disfruta recordando su papel de organizador de dos destacados seminarios en la Oficina Nacional de Investigación Económica: uno sobre finanzas del comportamiento, con Richard Thaler, en 1991, y otro sobre macroeconomía y toma de decisiones individuales, con George Akerlof, en 1994.

Nuevos índices, nuevos mercados

El mejor ejemplo de la importancia de los cálculos y la recopilación de datos minuciosos en los que se basan las contribuciones más visionarias de Shiller son sus estudios sobre los precios de la vivienda. Aunque el valor total de las casas en Estados Unidos es del mismo orden de magnitud que el valor total de las acciones de las compañías, hasta hace poco no estaba disponible una serie histórica sobre los precios de la vivienda. Shiller (con su colega Karl Case) presentó un análisis de los índices de precios, y luego recopiló una serie histórica de los precios en Estados Unidos y en 10 zonas metropolitanas de este país.

El índice de precios de Shiller elaborado con Case es un índice aritmético ponderado por el valor de ventas repetidas que muestra la evolución del precio de venta de las mismas casas, a fin de evitar las variaciones de los precios medios que se derivarían de la tendencia general al alza en el tamaño y la calidad de las casas a lo largo del tiempo. El objetivo es proporcionar estimaciones del precio de una vivienda estándar sin cambio, de forma que el índice de precios represente el resultado de una inversión en una casa, algo parecido al resultado de una inversión en acciones analizada a través de un índice bursátil basado

en las mismas acciones sin cambio observadas en distintos momentos de compra y de venta. Obtener los precios de la misma vivienda comprada en un año determinado y vendida muchos años después, en el caso de varios cientos de viviendas, supone resolver diversas dificultades prácticas, entre ellas, escribir programas para hacer coincidir las direcciones, eliminar de la muestra las casas cuyos propietarios construyeron ampliaciones importantes, y así sucesivamente.

Con todo su arsenal de datos fiables y de alta calidad sobre los precios de la vivienda, Shiller y sus colegas lograron convencer a la Bolsa Mercantil de Chicago para que estableciera un mercado de futuros de los precios de la vivienda en mayo de 2006. El volumen de operaciones creció rápidamente durante un año pero luego se desaceleró debido a la caída de estos precios. El volumen acumulativo desde la creación de este mercado se sitúa en los cientos de millones de dólares de EE.UU., un nivel considerable, pero no muy espectacular en comparación con otros mercados financieros. Shiller reconoce que, hasta el momento, ayudar a crear nuevos mercados financieros no ha sido más rentable que escribir libros de éxito, aunque señala que la venta de su compañía, que recopila datos de precios de la vivienda y elabora el índice Case-Shiller de Standard & Poor's, le reportó notables beneficios.

Otro mercado impulsado por Shiller fue el de las “macroacciones”: acciones negociadas en los mercados que permiten a los inversionistas expresar una visión bajista o alcista con respecto al valor de varias categorías de activos e intereses económicos fundamentalmente importantes (todo lo que se pueda medir con un índice). Las macroacciones están plenamente garantizadas con valores del Tesoro de Estados Unidos y efectivo. Se emiten con un vencimiento de hasta 20 años, en pares:

Recuadro 2

Encuestas e indexación por inflación

Una forma de determinar por qué algunas innovaciones son bien recibidas por el público y otras no consiste sencillamente en preguntar a la gente qué le parecen las innovaciones propuestas. Eso fue lo que hizo Shiller a través de una serie de encuestas sobre la opinión de la gente respecto de la indexación por inflación en varios países. El objetivo de este estudio, realizado antes de 1997, era en definitiva comprender por qué la indexación por inflación no estaba más extendida en Estados Unidos. El uso de encuestas —en lugar de modelos matemáticos o teóricos más complejos— probablemente no impresionó a muchos colegas académicos. Pero Shiller consideró que la cátedra servía precisamente para no tener que hacer lo mismo que estaban haciendo los demás, y que para entender qué motiva el comportamiento de la gente, a veces lo más fácil es preguntarle por qué hace lo que hace. Aunque no puedan tomarse las respuestas al pie de la letra, estas pueden indicar en qué centra su atención la gente cuando elige una opción. A lo largo de los años, Shiller aplicó las encuestas no solo a la indexación y la innovación financiera, sino también a los factores en que se basan las principales variaciones de los precios de los activos, como la caída de los mercados en octubre de 1987.

por ejemplo, supóngase que los contratos “alcistas” y “bajistas” con respecto al petróleo se emiten inicialmente a US\$100 cada uno en un momento en que ese es el precio corriente del crudo. Un agente comprará inicialmente ambos, y luego los venderá por separado. Los inversionistas que apuesten al alza del precio del crudo comprarán contratos alcistas con respecto al petróleo y los que apuesten a la baja comprarán contratos bajistas. Cuando el precio del petróleo suba a US\$120, el contrato alcista valdrá US\$120 y el bajista US\$80. El agente está totalmente cubierto, y ningún inversionista está expuesto al riesgo de contraparte. El volumen acumulativo de operaciones en este mercado ha superado los US\$1.000 millones, y Shiller espera que también se negocien macroacciones para los precios de la vivienda, el PIB y otras variables macroeconómicas.

El misterio de la innovación financiera

¿Por qué algunas innovaciones financieras tienen éxito y otras no? La respuesta aún sigue siendo un misterio. Como señala Shiller, lamentablemente los precios de la vivienda comenzaron a desacelerarse casi en el momento de la creación del nuevo mercado de futuros sobre estos precios. De hecho, estos precios ya estaban en retroceso, lo que indicaba una disminución esperada de los precios de la vivienda, con respecto a los primeros días del nuevo mercado. Obviamente, las dificultades financieras experimentadas por varios participantes en el sector no ayudaron, ni tampoco la propia reducción de los precios. Algunos consideran que hay poca información sobre la vivienda y que, en particular, los datos sobre los índices de precios se publican solamente una vez al mes, lo que implica que el escaso movimiento registrado no alienta la negociación en un mercado de índices de precios de la vivienda. Shiller no está de acuerdo: señala que hay mucha información no solo con respecto al número de viviendas en proceso de venta y ventas, sino también a muchos factores que en última instancia tienen un impacto en la demanda (como los ingresos y la disponibilidad de infraestructura) y la oferta (tasas de interés y costos de construcción).

No obstante, además de las circunstancias especiales y del elemento suerte, un factor significativo para el éxito de los nuevos productos y mercados financieros es alcanzar rápidamente una masa crítica o a gran escala. Shiller observa que a veces un participante en el mercado expresa interés por tomar una posición importante en el mercado de futuros de precios de la vivienda, pero cambia de actitud cuando observa que no hay otros participantes destacados en ese mercado. De hecho, Shiller compara un nuevo mercado financiero con una fiesta: “La gente quiere ir si sabe que habrá otras personas y mucho ambiente”. Por lo tanto, o todos van a la fiesta, y es un éxito, o nadie aparece, y a veces resulta difícil prever qué ocurrirá.

Shiller también considera que las autoridades económicas pueden desempeñar un papel primordial a la hora de fomentar la innovación financiera. Por ejemplo, una larga lista de economistas famosos (incluido Shiller) se mostró partidaria de los bonos indexados por inflación en distintos momentos del siglo pasado. No obstante, el mercado de valores del Tesoro protegidos contra la inflación se estableció en Estados Unidos apenas en 1997 y, según Shiller (y otros), el entonces Subsecretario del Tesoro Larry Summers desempeñó un papel clave en

esta innovación. Además, la capacidad de calcular el valor de los activos o cantidades subyacentes también es un requisito necesario para que puedan surgir los mercados: sin el índice Case-Shiller de Standard & Poor's de precios de la vivienda, el mercado de futuros de la vivienda probablemente no habría sido posible. No obstante, hace falta un buen índice, aunque no es esta la única condición: si bien los datos sobre el PIB están disponibles desde hace tiempo para la mayoría de los países, el mercado de valores propuesto por Shiller basado en el PIB no ha despegado (o por el momento no lo ha hecho).

El futuro del visionario

¿Cuál es la visión de Shiller sobre su propio futuro profesional? Por supuesto, está escribiendo un libro sobre macroeconomía del comportamiento, tarea que realiza con George Akerlof. ¿Cree Shiller que sus recientes libros famosos han contribuido a que su atención se desviara de los estudios académicos? ¿Echa de menos sus estudios econométricos más técnicos con los que inició su carrera académica? Shiller asegura que aún puede hacerlo, y que aún puede hacer cálculos matemáticos.

De hecho, no considera que sus libros sean populares; tal vez sean versiones popularizadas de sus análisis porque no incluyen los cálculos matemáticos. No obstante, Shiller señala que ahora lo esperan otras cosas. Concretamente, prevé seguir defendiendo y promoviendo la innovación financiera, y puntualiza que las finanzas deberían favorecer a la gente, pero muchos instrumentos financieros aún son “muy decimonónicos”.

Los principales riesgos económicos que enfrentan hoy las personas ya no son aquellos contra los que están asegurados. Tenemos seguros de incendios pero, gracias a la mejora de los códigos de construcción y al sistema de lucha contra el fuego, este último destruye cada vez menos hogares. Muchas personas tienen seguro de vida, pero el promedio de longevidad ya no es de 45 años; cada vez menos padres mueren a una edad en que sus hijos aún no trabajan. Shiller sostiene que deberán surgir nuevos instrumentos financieros y mercados para proteger a las personas ante la caída de los ingresos o los precios de la vivienda. Que la visión siga haciéndose realidad. ■

Paolo Mauro es Jefe de División en el Departamento de Finanzas Públicas del FMI.

Referencias:

- Case, Karl E., y Robert J. Shiller, 2003, “Is There a Bubble in the Housing Market?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, págs. 299–342.
- Shiller, Robert J., 1981, “Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?”, *American Economic Review*, vol. 71, págs. 421–36.
- , 1993, *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks* (Oxford: Oxford University Press).
- , 2000, *Irrational Exuberance* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).
- , 2003, *The New Financial Order: Risk in the 21st Century* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).
- , 2008, *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).

Grietas en el sistema

Reparar los daños de la economía mundial

Olivier Blanchard

LA ECONOMÍA mundial enfrenta su peor crisis en 60 años. En la primera mitad de la década de 2000, un contexto benévolo indujo a inversionistas, empresas y consumidores a esperar un futuro prometedor y a subestimar el riesgo. Los precios de las viviendas y de otros activos se dispararon, se crearon y vendieron activos riesgosos como si estuvieran casi libres de riesgo y aumentó el apalancamiento. Por ello, cuando los precios de la vivienda dieron la vuelta y las hipotecas de alto riesgo y los títulos conexos se deterioraron, ya estaban reunidas las condiciones para que estallara la crisis. En un contexto de rápida integración mundial y de interconexiones profundas y complejas entre las instituciones financieras, la crisis se extendió velozmente entre los distintos activos, mercados y economías. El resto ya es historia o, más precisamente, historia en marcha.

La buena noticia, si la hay, es que probablemente ya no estemos al borde del abismo de una catástrofe financiera. En octubre, ante lo que aparecía como una implosión inminente del sistema financiero, las principales economías avanzadas anunciaron un conjunto coherente de medidas para atacar el problema. Además de seguir aportando liquidez, los gobiernos iniciaron programas para comprar activos ilíquidos, recapitalizar las instituciones financieras y brindar amplios avales. Sin duda, la aplicación de estas medidas es extremadamente compleja y dista de ser perfecta,

ya que los gobiernos van tanteando la mejor combinación a medida que avanzan. El mensaje que emiten los mercados financieros en este momento es que se han hecho progresos, pero es demasiado pronto para declarar victoria. Aunque la crisis financiera se ha moderado algo en las economías avanzadas, envuelve cada vez más a las economías emergentes. Sin tener parte en ello, muchos países enfrentan el cese repentino de flujos de capital, presiones sobre el tipo de cambio y el peligro de trastornos financieros.

La mala noticia, sin embargo, es que la crisis financiera comenzó a tener un impacto más agudo y profundo en la economía real. El desapalancamiento de las instituciones financieras se ha traducido ahora en crédito más caro para los hogares y las empresas y dificultades para financiar incluso las operaciones empresariales normales. Y lo que es más importante, los consumidores y las empresas de todo el mundo han perdido la confianza. Los temores de una recesión larga y profunda despiertan preocupación acerca de la seguridad en el empleo, el ahorro y el crédito. En consecuencia, se ha desplomado el gasto de consumo, se ha contraído la inversión empresarial y el desempleo aumenta rápidamente.

Estos hechos, principalmente el colapso de la confianza observado en los últimos dos meses, llevaron al FMI a modificar sustancialmente a la baja sus previsiones respecto de las formuladas en la edición de octubre de *Pers-*



pectivas de la economía mundial. Se proyecta ahora que el producto disminuirá en las economías avanzadas un $\frac{1}{4}\%$ en 2009, lo que marcará la primera contracción anual del período de posguerra para este grupo de países. Dada la expectativa de que los precios de las viviendas se recuperarán en algún momento de 2009 y que el desapalancamiento será más lento de aquí en adelante, se prevé que el crecimiento de esas economías pasará a ser positivo en 2010. También se espera que se modere el crecimiento en las economías emergentes y de bajo ingreso, debido al debilitamiento de las perspectivas de crecimiento mundial, el derrumbe de los precios de las materias primas y el endurecimiento de las condiciones financieras. Cualquier esperanza de desacople se ha desvanecido.

¿Cuánta seguridad cabe asignar a estos pronósticos? No mucha. Por el lado positivo, es posible que la caída del gasto no sea fruto del pesimismo en sí, sino de la incertidumbre: los consumidores y las empresas quizá demoren el gasto hasta que se aclaren las perspectivas económicas. Si la incertidumbre disminuye, podría aumentar la demanda de consumo e inversión, lo que permitiría una recuperación del producto más rápida que la proyectada. Por el lado negativo, existe un claro riesgo de que la caída del producto perjudique los balances de las instituciones financieras más de lo esperado, lo que generaría una mayor contracción del crédito, más quiebras y un mayor deterioro de la actividad económica.

Este es el contexto en el que tuvo lugar la reunión del G-20 en Washington en noviembre. La agenda para las autoridades en

general, y para el FMI en particular, es simple: primero, extinguir los incendios actuales, identificando y adoptando políticas que limiten el daño económico en los países avanzados, emergentes y de bajo ingreso; segundo, pensar de manera proactiva cuál es la mejor manera de evitar que se repita lo ocurrido.

Políticas para la coyuntura inmediata

La tarea para el corto plazo es clara, aunque no fácil. Los gobiernos deben atacar la crisis en dos frentes: implementar y ajustar las políticas adoptadas en los últimos meses para abordar la crisis financiera y tomar fuertes medidas para sostener la demanda, limitar la caída del producto y restablecer la confianza y el gasto privado.

En el primer frente, el marco de políticas —organizado en torno a la provisión de liquidez, la compra de activos, la recapitalización y los avales— ya se encuentra definido en su mayor parte. Su aplicación, de por sí compleja, se presenta difícil. En algunos casos, los cambios de política y las ambigüedades acerca del rumbo futuro están empeorando las cosas en lugar de mejorarlas. Hasta que se definan más claramente los

programas y las reglas del juego, es improbable que generen entusiasmo entre los inversionistas privados, lo que agravará la crisis y demorará el ajuste del sistema financiero.

En el segundo frente, es evidente que la carga recaerá sobre la política fiscal. Si bien algunos países, particularmente de Europa, todavía tienen cierto margen para distender más la política monetaria, otros —especialmente Estados Unidos y Japón— ya han reducido las tasas de interés a niveles muy bajos, y las tasas reales suben al caer la inflación.

La expansión fiscal, por lo tanto, cumple ahora un papel central. ¿Cuál debería ser su dimensión y qué países deberían aplicarla? En la coyuntura actual, la meta debería ser un impulso fiscal de alrededor del 2% del PIB mundial. Suponiendo un multiplicador igual a uno, esto se traduciría en un crecimiento mundial 2% mayor, lo que reduciría sustancialmente el riesgo de una recesión profunda. No obstante, para evitar los efectos de desbordamiento, es crucial que la expansión fiscal, aunque no se coordine explícitamente, sea emprendida por todos los países cuya trayectoria de bajo nivel de deuda y de políticas disciplinadas les brinda suficiente espacio fiscal. Es importante advertir que si la caída del producto resultara aún peor de lo previsto en este momento, la expansión fiscal tendría que ser incluso mayor que la recomendada, porque lo esencial en esta coyuntura es eliminar el riesgo de una depresión lisa y llana y sus efectos adversos en el nivel actual del gasto.

Prepararse para después de la crisis

Hacia el futuro, cuando la crisis se aplaque (si cabe imaginar ese momento), los gobiernos deberán abordar dos problemas principales.

Primero, enfrentarán una posición fiscal diametralmente distinta. Los déficits fiscales necesarios para incrementar la demanda a corto plazo generarán una deuda mayor a largo plazo, a menudo por montos significativos. En la mayoría de los países, la escala de las intervenciones públicas en las instituciones en dificultades y la compra de activos determinarán una deuda bruta mucho mayor. No obstante, como el valor de los activos que se habrán adquirido puede ser sustancial, es probable que el aumento de la deuda neta sea mucho menor. De todos modos, la posición fiscal estará significativamente apalancada y exigirá la adopción de una orientación fiscal más flexible.

Segundo, en varios países el paisaje financiero habrá cambiado drásticamente, con la existencia de un sector financiero significativamente concentrado y una importante presencia pública. A este respecto, los gobiernos deberían mantener la igualdad de condiciones frente a las instituciones de propiedad privada y permitir el retorno del sector financiero a manos privadas de manera sostenida, para lo cual podría ser útil observar la experiencia acumulada en muchas crisis bancarias anteriores.

Evitar una repetición de la crisis mediante una mejor regulación

La crisis ha mostrado los límites de los actuales marcos de regulación y supervisión tanto en el ámbito interno como en el internacional. El reto es, entonces, diseñar nuevas reglas e instituciones que reduzcan los riesgos sistémicos, sin imponer cargas innecesarias ni ahogar la innovación. El diseño ya ha co-

menzado y seguirá siendo estudiado por los grupos de trabajo creados en las reuniones del G-20. La implementación tomará tiempo, pero el perfil general de las reformas ya está definido.

La medición del riesgo sistémico exigirá contar con mejor información. Será preciso revisar las normas sobre transparencia, divulgación y declaración de información y recabar datos de un conjunto mucho mayor de instituciones, que incluya las compañías de seguros, los *hedge funds* y las entidades fuera de balance. Para limitar el riesgo sistémico, también se deberá establecer un perímetro de regulación más amplio que el actual, a cambio de un mayor acceso a la provisión de liquidez.

Será necesario fijar nuevas y mejores normas nacionales, tanto a nivel de las instituciones como en el plano macroeconómico. Las reglas macroprudenciales anticíclicas parecen ser un medio promisorio de reducir la acumulación de riesgo sistémico. Esas medidas deben complementarse con una mayor solidez de la infraestructura financiera frente al incumplimiento de la contraparte —un elemento central de la crisis actual—, incluso mediante un mayor uso de cámaras de compensación centralizadas y de bolsas organizadas, y mediante el desarrollo de marcos más sólidos para la resolución de instituciones.

La dimensión internacional y el posible papel del FMI

La crisis ha puesto en evidencia que el sistema financiero es un sistema mundial, con fuertes interconexiones entre los países. Lo que comenzó como una crisis de Estados Unidos afecta ahora al mundo entero. Las autoridades nacionales no pueden acometer la tarea por sí solas: lo que les sucede depende no solo de su propia estructura regulatoria, sino también de la estructura regulatoria de otros países; y no solo del riesgo sistémico nacional, sino también de la acumulación de dicho riesgo en otros sitios. Es esencial hacer un seguimiento del riesgo sistémico a nivel mundial. El FMI parece ser el mejor preparado para cumplir esa tarea, en colaboración con los bancos centrales y otros organismos internacionales. Esto implicará ampliar su función de supervisión mundial, algo sobre lo cual se deberá comenzar a trabajar ya mismo.

La crisis también ha puesto de manifiesto la necesidad de una provisión internacional de liquidez. En el contexto de la crisis actual se ha abordado esa necesidad mediante acuerdos bilaterales ad hoc para el intercambio de monedas (*swap*), que abarcan un pequeño conjunto de países. De cara al futuro, la provisión mundial de liquidez puede mejorarse, ya sea aumentando los recursos del nuevo Servicio de Liquidez a Corto Plazo del FMI o bien estableciendo una estructura multilateral que permita que la liquidez proporcionada por el FMI sea cofinanciada por otros países miembros y acreedores oficiales.

Por último, la crisis ha dejado en claro que en un mundo de flujos de capital grandes y volátiles, los países en crisis necesitarán acceder a fuentes de fondos más abundantes que en el pasado, y mayores que las que el FMI puede ofrecer actualmente. Será entonces necesario aumentar los recursos disponibles para que el FMI pueda cumplir mejor su cometido central de garantizar la estabilidad financiera mundial. ■

Olivier Blanchard es Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI.

Cómo evitar crisis en el futuro

Las prioridades de la reforma regulatoria después del colapso

Noel Sacasa

LA CRISIS financiera ha expuesto las deficiencias de los actuales marcos regulatorio y de supervisión. Los hechos recientes demuestran que, para reducir el riesgo de crisis y facilitar su eventual solución, se precisan por lo menos cuatro tipos de medidas: a) mejorar la evaluación del riesgo sistémico y evitar su acumulación en épocas prósperas; b) mejorar la transparencia y divulgación de los diversos riesgos asumidos; c) ampliar el alcance interinstitucional y transfronterizo de las regulaciones, pero salvaguardando la diversidad constructiva, y d) adoptar mecanismos que promuevan la toma de medidas más eficaz y coordinada.

La necesidad de hacer más eficaz la regulación para aprovechar el potencial de los mercados financieros abiertos fue un tema crítico de la Cumbre del G-20 sobre los Mercados Financieros y la Economía Mundial. La innovación e integración financieras han acelerado y ampliado la onda expansiva de los shocks que afectan a distintos activos y países, sin diferenciar entre las instituciones sistémicas y no sistémicas. Pero los mecanismos de regulación y supervisión se han centrado en las instituciones financieras a escala individual, y no tanto en las implicaciones sistémicas e internacionales de las decisiones que toman.

Aquí se analizan cuestiones de fondo del debate actual sobre la reforma del sector financiero, planteando primero las deficiencias cruciales que deben subsanarse y delineando después los ámbitos clave en que deben tomarse medidas.

Las fallas

Las reformas deberían subsanar la regulación y las fallas que desestabilizan los mercados. Hasta ahora se distinguen tres grupos de factores que se autorrefuerzan y que no recibieron suficiente atención de los reguladores y las autoridades monetarias, y que podrían haber agravado el riesgo sistémico. Primero, las bajas tasas de interés de los últimos 10 años, debidas a los desequilibrios macroeconómicos mundiales, contribuyeron a la asunción de más riesgos y a las burbujas mundiales de precios de los activos. Segundo, la reestructuración del sector financiero y una gestión de riesgos a la zaga de las innovaciones de los últimos 20 años incrementaron la tendencia del sistema a la inestabilidad. Y tercero, las instituciones financieras apalancadas tienden naturalmente a asumir riesgos excesivos sin internalizar el riesgo sistémico, razón por la cual tienen que someterse a regulación.

Desequilibrios mundiales y burbujas inmobiliarias

Ni los reguladores ni los bancos centrales reconocieron la importancia real de los riesgos sistémicos del auge del crédito y las burbujas de precios de los activos. En este decenio, algunas economías han acumulado grandes y persistentes superávits en cuenta corriente, que generaron una enorme demanda de activos financieros de países deficitarios, en particular de Estados Unidos. Esto, sumado a la política monetaria acomodaticia de ese país, contribuyó a la baja mundial de las tasas de interés, que suscitó un auge de la asunción de riesgos y créditos. En Estados Unidos, la deuda de los hogares y las empresas no financieras en el mercado de crédito creció de 118% a 173% del PIB entre 1994 y 2007 (véase el gráfico). La deuda de los hogares se aceleró aún más a partir de 2000, y en siete años pasó de 98% a 136% del ingreso personal disponible. En el mismo período, esos coeficientes crecieron de 120% a 180% en el Reino Unido y de 72% a 91% en la zona del euro. Y la inusitada alza de los precios de la vivienda en Estados Unidos estuvo acompañada de alzas similares en muchos países desarrollados.

Innovación y cambios estructurales

En abril de 2008 el FMI y el Foro sobre Estabilidad Financiera analizaron las causas de la crisis y destacaron las graves deficiencias de las prácticas de gestión del riesgo y una falla colectiva al evaluar y abordar los coeficientes de endeudamiento de diversas instituciones y los consiguientes riesgos de una corrección desordenada (FMI, 2008, y Foro sobre Estabilidad Financiera, 2008). Las prácticas de gestión del riesgo, divulgación, regulación y supervisión no se equipararon con el ritmo de la innovación, propiciando la asunción excesiva de riesgos y la inflación de los precios de los activos.

Concretamente, cuatro tipos de innovaciones y cambios estructurales contribuyeron al deterioro de la gestión del riesgo y a la inestabilidad del sistema: el modelo de originación y distribución y el uso del financiamiento al por mayor; la proclividad de los requisitos de capital y las prácticas contables; el abuso de modelos y sistemas de gestión de riesgo retrospectivos y basados en el mercado, y un conjunto más complejo y opaco de participantes.

Modelo de originación y distribución y financiamiento al por mayor. La titulización y el desarrollo de complejos



Edificio de la Reserva Federal de Estados Unidos en Washington.

instrumentos privados de crédito estructurado sin duda han mejorado el acceso al crédito, pero también pueden haber contribuido a una mayor asunción agregada de riesgos, que, en lugar de dispersarse de manera eficiente, generaron inestabilidad al trasladarlos a instituciones que no podían gestionarlos bien, retornaron en ciertos casos a bancos que supuestamente los habían eliminado y sembraron mucha más incertidumbre sobre su distribución real en el mercado. Además, tanto los bancos como las entidades con fines específicos creadas fuera del balance como parte de la titulización abusaron del financiamiento al por mayor, y eso creó descases de vencimientos que no tienen debidamente en cuenta el riesgo de que se agote ese financiamiento. Los originadores y distribuidores carecían de incentivos adecuados para la selección y el control del crédito, pero muchos inversionistas tampoco se preocuparon de verificar los incentivos o examinar la calidad de los préstamos subyacentes, y confiaron demasiado en la reputación de las instituciones y en las calificaciones de crédito (Foro sobre Estabilidad Financiera, 2008).

Por su parte, los calificadores de crédito asignaron calificaciones generosas a complejos instrumentos de deuda estructurada de alto riesgo basándose en datos históricos escasos, modelos viciados y exámenes incompletos de las garantías. Hubo fallas en la divulgación de los supuestos, criterios y metodologías aplicadas; no se aclaró ni el significado ni el riesgo de las calificaciones de los productos estructurados, y no se resolvieron los conflictos de intereses (Foro sobre Estabilidad Financiera, 2008). Y las instituciones financieras no siempre divulgaron adecuadamente el tipo o la magnitud de sus ex-

posiciones dentro y fuera del balance, en particular las relativas a productos estructurados.

Prociclicidad de los requisitos de capital y la contabilidad. En las épocas prósperas, el valor de mercado de los activos y las garantías aumenta, mientras que las provisiones para incobrables disminuyen al preverse menores tasas de incumplimiento a corto plazo. Esto eleva el valor del capital declarado y reduce las probabilidades de incumplimiento que los prestatarios y prestamistas estiman a corto plazo. Además, los requisitos de capital basados en el riesgo pueden erosionarse en las épocas prósperas porque los indicadores no suelen tener en cuenta los riesgos acumulados en la fase previa. Así, los prestamistas incrementan el apalancamiento y el crédito, generando alzas de los precios de los activos y una espiral en la que estos factores se refuerzan mutuamente (Adrian y Shin, 2008).

En cambio, cuando los indicadores de riesgo suben durante las desaceleraciones y las pérdidas se materializan, las reservas insuficientes acumuladas en la fase previa se desgastan y cuesta reponerlas, ya que el capital es más escaso. Las interacciones entre los mercados de capital, crédito y activos pueden intensificar la turbulencia al provocar masivas reacciones en cadena de ventas de activos a precios de saldo, que pueden desembocar en una compresión del crédito y una contracción económica que se refuerzan entre sí.

Gestión retrospectiva del riesgo y basada excesivamente en el mercado. El uso excesivo de los precios de mercado y de modelos de riesgo retrospectivos y demasiado simplificados y las fallas en la diligencia debida y en los análisis de los fundamentos parecen haber provocado una grave subestimación de los riesgos que indujo a un relajamiento de la vigilancia. El riesgo sistémico empeora si muchos participantes emplean modelos similares y terminan con posiciones de mercado parecidas.

Configuración más compleja pero menos diferenciada. A diferencia de hace 30 años, el actual sistema financiero presenta diferencias menos marcadas entre los participantes, mayor consolidación, muchos tipos de participantes nuevos e interconexiones más estrechas pero menos claras (Borio, 2007). Estos factores, quizá derivados de innovaciones en la intermediación, también crearon oportunidades para incrementar el apalancamiento y opacar la distribución de riesgos entre los participantes. La evaluación de los riesgos se complicó en todos los niveles, y la menor diversidad puede haber incrementado la probabilidad de movimientos coordinados que podrían desestabilizar el sistema.

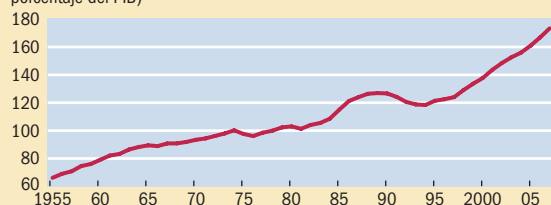
Incentivos desestabilizadores

Los acontecimientos recientes hacen pensar que algunos reguladores se fiaron demasiado de la capacidad de gestión del riesgo y autorregulación de las instituciones financieras. Además, permitieron que la titulización, las estructuras opacas fuera del balance y las técnicas deficientes de mitigación del riesgo (emisión de *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor sin el debido respaldo en activos o capital) erosionaran las reservas. Para contrarrestar mejor los incentivos que inducen a las instituciones apalancadas a tomar riesgos excesivos sin internalizar el riesgo sistémico se debieron haber usado más eficazmente las herramientas y las normas de supervisión disponibles.

Deuda galopante

Las tasas de interés más bajas a escala mundial provocaron auges crediticios en muchos países, entre ellos Estados Unidos.

(Deuda de los hogares y las empresas no financieras de Estados Unidos como porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI basados en datos de las cuentas de flujos de fondos de Estados Unidos y la Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos.

Apalancamiento y riesgo. Los accionistas y gerentes de instituciones financieras apalancadas tienden a tomar riesgos extremos a largo plazo para incrementar los rendimientos iniciales. Las asimetrías de información pueden explotarse para trasladar los riesgos al futuro o a participantes menos informados, potenciando así el rendimiento del capital a corto plazo mediante un mayor apalancamiento, aunque con mayor riesgo de incumplimiento, siempre que el precio del riesgo no se incluya en el costo de la deuda (por ejemplo, debido a garantías de depósitos o falta de transparencia), y siempre que el riesgo para los accionistas y gerentes sea pequeño (Dewatripont y Tirole, 1994, y Rajan, 2005).

Desestimación del riesgo sistémico. En otras crisis, los incentivos para internalizar el riesgo sistémico tampoco fueron adecuados. Ese riesgo puede surgir si varias instituciones financieras actúan de forma similar, por ejemplo, a) apalancándose más durante las aceleraciones, sin preocuparse de eventuales burbujas insostenibles de precios de los activos; b) sustituyendo el financiamiento mediante depósitos y reservas de activos líquidos por un volátil financiamiento mayorista e instrumentos de liquidez secundarios, que pueden esfumarse en una crisis, y c) extendiendo demasiado crédito a ciertos sectores cuando las tasas de interés están en niveles anormalmente bajos, sin considerar el riesgo de un repunte de las tasas que afecte a los prestatarios muy apalancados. La presión para retener cuotas de mercado, los mecanismos de compensación basados en resultados relativos o la expectativa de que se socialicen las pérdidas por riesgos sistémicos también llevan a las instituciones y sus gerentes a asumir más riesgos.

Reformas prioritarias de la regulación

Está surgiendo un consenso sobre ciertas medidas que permitirían subsanar estas deficiencias, pero siguen debatiéndose otras mejoras de la regulación del sector financiero, entre las que se destacan una mejor gestión del riesgo sistémico y la prociclicidad de la toma de riesgos; el refuerzo de la transparencia y la divulgación; una nueva función para las calificadoras de crédito, y un equilibrio adecuado entre la exhaustividad y la diversidad de la regulación, junto con una mejor coordinación internacional.

Riesgo sistémico y riesgos procíclicos

Mayor anticiclicidad de los requisitos de capital y la política macroeconómica. La idea de atenuar, al menos, la prociclicidad está ganando adeptos (G-20, 2008), pero la ejecución es difícil. En el ámbito prudencial se apoya la idea de que los requisitos de capital y provisiones, y quizá las rebajas mínimas de las garantías, tengan en cuenta la acumulación de riesgos durante los auges y dispongan la constitución de reservas adecuadas de capital. Pero la política macroeconómica también debe desalentar los auges y los períodos largos de tasas de interés bajas, ya que distorsionan los incentivos y alimentan una especulación que difícilmente pueda contrarrestarse solo con regulaciones prudenciales.

Revaluación de la contabilidad a precios de mercado. Este tema es más candente. Mantener una transparencia adecuada es importante, pero los precios de mercado tienden a desvin-

cularse de los fundamentos en medio de los auges especulativos y los brotes de pánico. Por eso, la contabilidad a precios de mercado podría exacerbar los movimientos procíclicos del capital accionario y regulatorio, y contribuir, por ende, a la inestabilidad financiera. Los criterios de transparencia y las consideraciones prudenciales y de estabilidad sistémica corroboran la idea de que deberían moderarse o limitarse los efectos de los ajustes a precios de mercado en el capital —sobre todo si esos precios suben—, en el caso de diversos activos que no se mantendrán hasta su vencimiento (excepto los que sirvan para proveer liquidez inmediata). La forma transparente de lograrlo consistiría en disponer que cuando los precios rebasen cierto umbral se constituyan y declaren provisiones o reservas para cuando el ciclo se invierta.

Compatibilización de la titulización y los incentivos. La diversificación de la cartera no basta para gestionar el riesgo de crédito y no puede suplantar la diligencia debida. Los contratos de titulización deberían obligar a originadores y distribuidores a retener un porcentaje del riesgo que los incentive a seleccionar y vigilar adecuadamente todos los préstamos. Además,

La diversificación de la cartera no basta para gestionar el riesgo de crédito y no puede suplantar la diligencia debida.

el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, 2008b y 2008c) ha propuesto requisitos de capital mínimo para ciertos productos complejos de crédito estructurado; cargos de capital adicionales por el aumento de riesgos en la cartera de inversiones debidos a incumplimiento, migración del crédito o variaciones del diferencial de crédito o el precio de las acciones, y el fortalecimiento del tratamiento de capital de los instrumentos de liquidez para entidades fuera del balance.

Mejor gestión de la liquidez. En septiembre de 2008 el Comité de Basilea actualizó los principios de gestión y supervisión adecuada del riesgo de liquidez (BCBS, 2008a), abordando las deficiencias detectadas en la turbulencia reciente. En el futuro se debería insistir en la importancia de mantener reservas adecuadas de activos líquidos.

Revaluación de los modelos y sistemas de gestión del riesgo. El pilar 2 del marco de Basilea II permite a los supervisores reforzar las prácticas de gestión de riesgo de los bancos, mejorar el control de los bancos sobre los riesgos extremos y moderar la acumulación de exposiciones excesivas y la concentración de riesgos (Caruana y Narain, 2008). El fin es ayudar a garantizar que la gestión del riesgo, las reservas de capital y las estimaciones de pérdidas potenciales por créditos sean prospectivas e incorporen la incertidumbre de los modelos, las valoraciones, los riesgos de concentración y las fluctuaciones cíclicas normales. Juntos, las autoridades y los participantes del mercado podrían mitigar los riesgos de incentivos perversos de las políticas de remuneración (Foro sobre Estabilidad Financiera, 2008).

Transparencia y divulgación

Divulgación y valoración del riesgo. Para impedir el uso de entidades fuera del balance para disimular el riesgo real al que está expuesto el distribuidor se están mejorando las normas contables y de divulgación de bajas y consolidación en libros. También es importante encontrar maneras de destacar la incertidumbre inherente a las estimaciones del valor contable de instrumentos financieros para no dar impresiones falsas, sobre todo cuando los mercados han dejado de funcionar (Foro sobre Estabilidad Financiera, 2008).

Procesos y mercados de titulización. Podría ampliarse la información sobre el proceso completo de titulización y los activos subyacentes. Habría que mejorar la transparencia con que los originadores y distribuidores cumplen los requisitos de garantía y diligencia debida con respecto a los activos subyacentes (Foro sobre Estabilidad Financiera, 2008).

La función de las calificadoras de crédito

Calidad del proceso y conflictos de interés. Las calificadoras de crédito han revisado las metodologías que aplican a los productos estructurados y están procurando diferenciar sus actividades, desvincular la remuneración de los gerentes de los resultados de sus unidades, reforzar la supervisión del proceso y mejorar el control interno de las metodologías. La Organización Internacional de Comisiones de Valores revisó en mayo de 2008 los Fundamentos para el código de conducta de agencias de calificación crediticia (OICV, 2008), con miras a seguir mejorando la calidad del proceso de calificación, resolver conflictos de interés y proporcionar a los inversionistas más datos sobre la evolución histórica de las calificaciones, las metodologías y los criterios, y la corrección de las limitaciones de los datos.

Uso de las calificaciones. El uso de calificaciones no debe reemplazar la gestión y el análisis de los riesgos que realizan los inversionistas de manera acorde con la complejidad de los instrumentos adquiridos y la importancia de sus tenencias. Los supervisores deberían reconsiderar la función que cumplen las calificaciones, cerciorándose de que no sustituyan indiscriminadamente a la evaluación independiente.

Equilibrio entre exhaustividad y diversidad

Ampliar el alcance de la regulación para contener el arbitraje regulatorio. Quizá sea necesario poner todas las instituciones financieras apalancadas y sus entidades emparentadas dentro de la misma esfera de regulación. Los reguladores deberían preocuparse más de que no se incumplan o erosionen los requisitos de capital debido a la proliferación de estructuras de mercado opacas, el traslado no transparente de los riesgos a entidades no consolidadas u otras transacciones de distribución dudosa del riesgo, o modelos y técnicas de gestión de riesgo que no midan o cubran adecuadamente los riesgos subyacentes reales.

Mejorar el intercambio de información y la cooperación internacional. Los colegios internacionales de supervisores han ayudado a formular buenas prácticas, diagnósticos de las instituciones financieras grandes y complejas y soluciones a cuestiones transfronterizas. Las principales institucio-

nes financieras mundiales deberían contar con mecanismos similares a corto plazo (Foro sobre Estabilidad Financiera, 2008, y G-20, 2008).

Salvaguardar la diversidad para fomentar la complementariedad sistémica. Habría que reconsiderar el grado en que las instituciones con pasivos a largo plazo (cajas de pensiones y aseguradoras) deben someter la gestión de sus activos a ajustes a precios de mercado y a normas de gestión del riesgo basadas en modelos enfocados en la volatilidad a corto plazo. A esas instituciones se les debería permitir actuar como inversionistas a largo plazo que esperan el vencimiento de sus activos. En cambio, las instituciones financieras no muy apalancadas y de menor importancia sistémica quizá precisen una regulación leve o nula, que les permita desempeñar una función potencialmente estabilizadora mediante la toma de posiciones más arriesgadas o “contra la corriente” en comparación con el resto de participantes (Nugée y Persaud, 2006). ■

Noel Sacasa es Experto Principal del Sector Financiero en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Referencias:

- Adrian, Tobias, y Hyun Song Shin, 2008, “Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles”, *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 14, No. 1, Banco de la Reserva Federal de Nueva York (enero/febrero).
- Borio, Claudio, 2007, “Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy”, *BIS Working Paper No. 237* (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Caruana, Jaime, y Aditya Narain, 2008, “Puente sobre aguas turbulentas”, *Finanzas & Desarrollo* (junio), págs. 24–28.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2008a, “Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision” (inédito; Basilea: Banco de Pagos Internacionales), junio.
- , 2008b, “Proposed Revisions to the Basel II Market Risk Framework” (documento de consulta; Basilea: Banco de Pagos Internacionales), julio.
- , 2008c, “Guidelines for Computing Capital for Incremental Risk in the Trading Book” (documento de consulta; Basilea: Banco de Pagos Internacionales), julio.
- Dewatripont, Mathias, y Jean Tirole, 1994, *The Prudential Regulation of Banks* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Fondo Monetario Internacional, 2008, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness* (abril).
- Foro de Estabilidad Financiera, 2008, “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience” (Basilea), 7 de abril.
- Grupo de los Veinte (G-20), 2008, *Declaración emitida en la Cumbre sobre los mercados financieros y la economía mundial*, 15 de noviembre.
- Nugée, John, y Avinash Persaud, 2006, “Redesigning Regulation of Pensions and Other Financial Products”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 22, No. 1.
- Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), 2008, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, versión revisada* (Madrid).
- Rajan, Raghuram, 2005, “Has Financial Development Made the World Riskier?”, *NBER Working Paper 11728* (noviembre).

Una crisis aleccionadora

Hay que modernizar el marco multilateral



Viviendas abandonadas en Nueva York.

Mohamed A. El-Erian

EL MOMENTO decisivo que atraviesa el sistema financiero mundial implica también un momento decisivo para las relaciones entre los países. El panorama institucional y de políticas está cambiando rápida e impredeciblemente no en función de un plan maestro, sino de una serie de reacciones ante la crisis financiera mundial, cuyo resultado casi inevitable ha sido una evolución accidentada del mercado y políticas erradas, y la puesta en evidencia de las deficiencias de la actual coordinación multilateral.

Los países más afectados tienen que autoexaminarse y trazar un plan para salir adelante. El sistema financiero no volverá a tener la fisonomía que tenía hace tan solo un año, y el impacto a largo plazo de la crisis en la economía real —es decir, en la productividad y el empleo— reformará los fundamentos de la economía mundial. Todo esto hace más imperiosa la necesidad de modernizar urgente y enérgicamente el marco multilateral.

La gestación de la crisis

A riesgo de simplificar demasiado, cabe decir que, además de las inveteradas deficiencias estructurales, dos factores desencadenaron la crisis: uno fue el desapalancamiento simultáneo y masivo en tres segmentos importantes de la economía mundial —los sectores inmobiliario, financiero y de la demanda de consumo en Estados Unidos—; y el otro fue la incapacidad de los mercados y las políticas para gestionar el intenso proceso de desapalancamiento a escala nacional e internacional.

El sector inmobiliario. Este fue el primer segmento clave cuya desaceleración empezó en 2006 (gráfico 1). Los primeros estragos se sintieron en el sector que, además de ser el más apalancado de la economía, era el menos capitalizado y

transparente y el menos estricto en cuanto a diligencia debida: el de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos.

Al comienzo, la mayoría de las autoridades y los participantes del mercado pensaron que el daño podía aislarse y contenerse. Esto se debió en parte a una falsa confianza en las diversas técnicas de gestión del riesgo que permitieron la proliferación de productos derivados y estructurados, y en parte a la información deficiente sobre el grado en que las hipotecas de alto riesgo habían infectado varios balances.

El sector financiero. La segunda víctima importante fue el sector financiero, a partir de 2007 (gráfico 2). Al principio el proceso fue ordenado; las instituciones procuraron y lograron en gran medida movilizar capitales nuevos para apuntalar sus castigados balances, asumir las pérdidas y salir adelante.

Pero la desaceleración cobró impulso y se propagó, obligando a los bancos a apurar la marcha solo para sobrevivir. El consiguiente y constante debilitamiento de las acciones se hizo evidente para todos y pasó una factura alta, que llevó a los proveedores de capital a negarse a proporcionar más fondos y a replegarse.

En tales circunstancias, y pese a los intentos por restringir el crédito en otros sectores, las opciones estratégicas de los bancos se redujeron a dos: vender activos o deshacerse de empresas. Pero lo que tenía sentido a nivel individual resultaba abrumador para el sistema en general. En un ejemplo clásico de una “falacia de composición”, el sistema apenas podía absorber la estampida de ventas sin que eso provocara una mayor caída de los precios, que a su vez agravaba los problemas iniciales.

La demanda de consumo en Estados Unidos. La situación empeoró con el debilitamiento, a partir de 2008, del tercer

segmento: el consumo en Estados Unidos. Tras un largo período en que gastaron mucho más de lo que ganaban, los consumidores empezaron a sucumbir a la presión combinada de las alzas de precios, los despidos y la escasez del crédito. Al desvalorizarse las casas, el refinanciamiento de hipotecas dejó de ser un manera fácil de monetizar el capital inmobiliario, y los consumidores dejaron de usar sus viviendas como cajeros automáticos.

El debilitamiento de la demanda de consumo volvió a dejar al descubierto una característica en general oculta pero muy problemática de la crisis: los círculos viciosos retroalimentados. El menor consumo deprimió aún más la demanda de viviendas. Disminuyeron asimismo los pagos de préstamos para automóviles y de las tarjetas de crédito, creando más presión sobre los balances de las instituciones financieras. Y la contracción del crédito bancario ha intensificado la presión sobre los consumidores.

Las válvulas de escape

El sistema mundial entró en esta fase de desapalancamiento con varias “válvulas de escape” a su disposición, como los balances relativamente sólidos que incluían, entre otras cosas, un

abundante capital acumulado por los mercados emergentes (sobre todo en fondos tradicionales y en nuevos fondos soberanos de inversión). Además, al comienzo de la crisis las empresas tenían mucho efectivo y los mercados emergentes crecían con dinamismo, gracias al crecimiento de convergencia de las economías de importancia sistémica, como China e India.

Pero el carácter acelerado y generalizado del desapalancamiento ha atemperado estas fuerzas estabilizadoras. Los fondos soberanos se han replegado, a la espera de que vuelva la normalidad y de acuerdo con una máxima de los mercados inestables: “A veces hay que preocuparse de los retornos del capital, y otras veces hay que preocuparse de que el capital retorne”.

Al repliegue de los fondos soberanos se suma la tendencia creciente de las empresas de Estados Unidos de recurrir a las reservas de efectivo. Este proceso se aceleró una vez que la menor demanda hizo mella en las ganancias y se paralizaron varios segmentos de los mercados de financiamiento, como el del papel comercial. Las empresas que gozaban de flexibilidad recurrieron entonces a líneas de financiamiento para contingencias preacordadas con los bancos, agravando aún más la situación de los balances.

El desacoplamiento

Dada la menor eficacia de las válvulas de escape, lo que interesa ahora es la capacidad de la economía mundial para contrarrestar en parte los estragos del desapalancamiento y, como es lógico, la atención se ha centrado en las economías emergentes, que han sido las locomotoras del crecimiento mundial en los últimos años (gráfico 3).

Los últimos datos indican que esas economías han empezado a desacelerarse, en parte por la merma de la demanda de exportaciones en Estados Unidos y en parte porque en el segundo trimestre de 2008 la política monetaria se endureció para combatir las mayores presiones inflacionarias. La desaceleración ha dado forma concreta a lo que hasta la fecha ha sido una versión ultrasimplificada de la relación dinámica entre las economías emergentes e industriales. El debate no debe contraponer el desacoplamiento con el reacoplamiento, sino el desacoplamiento “fuerte” con el “débil”.

Según la hipótesis del desacoplamiento “fuerte”, el crecimiento de las economías emergentes aumenta mientras el de las economías industriales disminuye. En el mundo interconectado de hoy en día esto es muy poco probable, sobre todo cuando Estados Unidos —como principal economía mundial y emisor de la moneda de reserva— está enfrentando grandes dificultades.

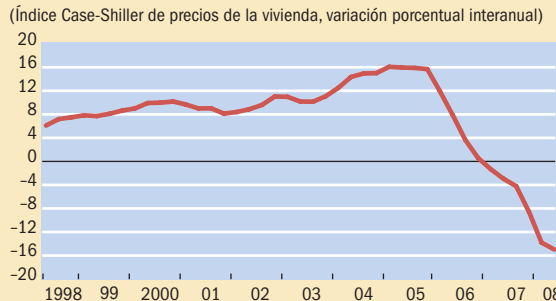
Según el desacoplamiento “débil”, el crecimiento de las economías emergentes se desacelera menos que en el pasado ante la evolución en los países industriales. Las economías emergentes se beneficiarían de factores como la demanda local reprimida, el abundante ahorro interno, cuantiosas reservas internacionales y un holgado margen de maniobra para aplicar políticas macroeconómicas anticíclicas.

Pero aún con un desacoplamiento débil será difícil contrarrestar apreciablemente los efectos del desapalancamiento en el crecimiento mundial, la reducción de la pobreza y el bie-

Gráfico 1

Desplome inmobiliario

Los precios de la vivienda en Estados Unidos, que alcanzaron tasas de crecimiento de hasta 16%, empezaron a bajar en 2006.



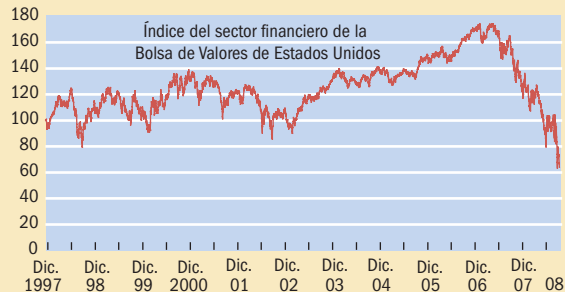
Fuentes: Standard & Poor's; Fiserv, y MacroMarkets LLC/Haver Analytics.

Gráfico 2

Mercado a la baja

Las cotizaciones bursátiles del sector financiero han sufrido una caída estrepitosa desde junio de 2007.

(Diciembre de 1997 = 100)



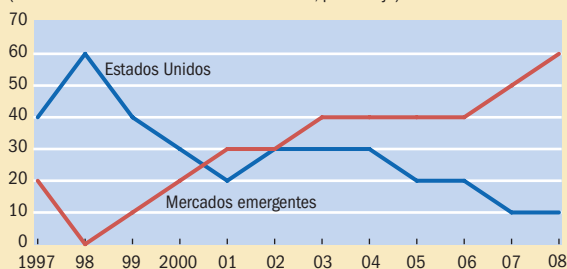
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3

¿Una nueva locomotora?

Los países de mercados emergentes se han convertido en los nuevos propulsores del crecimiento económico mundial.

(Contribución al crecimiento del PIB mundial, porcentaje)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y PIMCO.

nestar. De ahí que se hayan tomado medidas enérgicas con los siguientes fines:

- Restablecer el flujo normal de efectivo y garantías; por ejemplo, renovando la confianza en el sistema de pagos y liquidación.
- Inyectar capital en los bancos y otras instituciones financieras.
- Eliminar los excedentes relacionados con activos no transparentes y complejos.
- Modificar el efecto de ciertas políticas regulatorias para garantizar una mayor anticiclicidad.

Mientras estas políticas entraban en vigor, la dinámica del desapalancamiento revolucionó el panorama financiero estadounidense. En 2008 se borró la distinción entre la banca comercial y de inversión; desaparecieron algunos de los titanes de la banca de inversión, como Bear Stearns y Lehman Brothers; Merrill Lynch pertenece ahora a Bank of America; dos bancos prestigiosos, Wachovia y Washington Mutual, fueron absorbidos por instituciones más saludables, y la mayor aseguradora mundial, AIG, recibió una inyección urgente de capital de la Reserva Federal.

El poco protagonismo inicial del FMI

Conforme amaine la tormenta en los próximos meses, cobrará fuerza el debate sobre cómo y por qué el sistema llegó a esta encrucijada. De hecho, ya se está hablando de una nueva conferencia de Bretton Woods. En el debate probablemente participarán bancos, inversionistas, agencias calificadoras de crédito, reguladores y, sobre todo, gestores de riesgo de los sectores público y privado; y una de las cuestiones será si, una vez detectados los desafíos del sistema financiero, las autoridades dispusieron de los instrumentos de política adecuados.

Sin duda surgirán muchas conclusiones —algunas válidas y otras no tanto—, pero la principal quizá sea que las actividades financieras mundiales evolucionaron a un ritmo que superó con creces la capacidad del sistema para gestionarlas de manera ordenada. En pocas palabras, la infraestructura del sistema, a escala nacional y mundial, simplemente falló.

A escala mundial, el debate se centrará seguramente en la falta de una participación activa del FMI, al menos hasta

ahora que ha empezado a ayudar a las economías emergentes vulnerables. Después de todo, el desapalancamiento fue genuinamente una crisis que atacó el corazón del sistema financiero mundial. Afectó “bienes públicos mundiales” críticos para el bienestar de numerosos países (como la situación del dólar como moneda de reserva, la previsibilidad del mercado oficial más líquido del mundo y el buen funcionamiento del sistema de pagos y liquidación que sirve a la mayoría de los países).

Irónicamente, en el FMI no escaseó el análisis. La institución reconoció temprano la responsabilidad conjunta de los países de corregir los crecientes desequilibrios mundiales. Las medidas propugnadas por el FMI y otras instituciones gozaron de aceptación general. Y mientras readecuaba sus análisis del sector financiero, el FMI planteó en sus estudios algunas cuestiones clave de política.

Pero la mayoría de las opiniones y consejos del FMI fueron desoídos, y la institución no cumplió su función de “asesor informado y fiable”. Entre tanto, el sistema mundial se quedó sumido en el endeudamiento antes de iniciar el actual desapalancamiento desordenado.

El rechazo inicial de soluciones de política superiores —como una respuesta multilateral coordinada— supuso costos significativos para el sistema mundial, como un menor crecimiento del ingreso, inestabilidad financiera y desempleo, sin mencionar el riesgo máximo al que quedaron expuestos los segmentos más vulnerables de la sociedad.

El dilema del prisionero

En definitiva, la política mundial mancomunada fracasó por las deficiencias en los países y la incapacidad del FMI y otras instituciones multilaterales (por ejemplo, el Grupo de los Siete principales países industriales) para facilitar la coordinación internacional. A todas las grandes economías les convenía una solución fluida. Pero de acuerdo con el denominado “dilema del prisionero” de la teoría de los juegos, los que dan el primer paso pueden salir mal librados si el resto no cumple puntualmente sus compromisos.

Al carecer de suficiente legitimidad y representación, el marco multilateral no fue capaz de garantizar que las políticas preventivas de un país fueran a ir acompañadas de medidas de apoyo del resto de los países. Así, ningún país se atrevió a abordar decisiva y oportunamente los desequilibrios.

Esta debería ser la moraleja para el largo período de convalecencia y reforma en que probablemente entrará el sistema mundial. Un mundo interconectado necesita no solo que los países adopten políticas oportunas para impulsar el crecimiento, reducir la pobreza y lograr estabilidad financiera, sino que también tengan más en cuenta una diversidad de efectos transfronterizos. Para lograr esto es imprescindible emprender una modernización audaz del sistema de coordinación internacional de políticas. Si no reformamos ahora la arquitectura financiera mundial, estaremos condenados a repetir los errores del pasado. ■

Mohamed A. El-Erian es co-Director Ejecutivo y de Inversión de PIMCO. Fue funcionario del FMI desde 1983 hasta 1997.



La crisis a través de la lente de la historia

La actual crisis financiera es feroz, pero la historia muestra la forma de evitar otra Gran Depresión

Charles Collyns

LA HISTORIA económica está nuevamente de moda. En la primera mitad de 2008, el alza de los precios del petróleo y de otras materias primas reavivó recuerdos amargos de la estanflación de los años setenta, y la extraordinaria intensificación de la crisis financiera mundial desde el colapso de Lehman Brothers a mediados de septiembre ha despertado un fantasma del pasado mucho más temible: la Gran Depresión de los años treinta.

Comparar la crisis financiera actual con el cataclismo económico más profundo y más devastador de la historia moderna puede parecer exagerado, pero es indudable que esta crisis se ha convertido en la más peligrosa desde la segunda guerra mundial. No se trata tanto de la profundidad de la caída de los diferentes países —colapsos financieros devastadores han ocurrido antes en economías avanzadas y emergentes— como de su propagación a todos los rincones de la economía mundial, lo que crea una amenaza a la prosperidad mundial no experimentada en 70 años.

¿Cuán grave es la crisis financiera actual comparada con las anteriores? ¿Cuál sería su impacto económico y qué puede hacerse para contener los daños y allanar el camino de la recuperación? La historia económica ofrece una perspectiva útil para comprender la magnitud y gravedad relativas de la crisis actual, así como también valiosas lecciones que pueden aplicarse para resolverla.

No exactamente una Gran Depresión

Un parámetro que permite medir la crisis actual es la escala de las pérdidas financieras involucradas. En el último informe

del FMI *Global Financial Stability Report* (FMI, 2008), se estima que las pérdidas por créditos hipotecarios y de otra índole con base en Estados Unidos sumarán US\$1,4 billones, según precios de mercado de mediados de septiembre. En valores absolutos, esas pérdidas serían las más cuantiosas experimentadas en cualquier crisis financiera de la posguerra y es probable que resulten mucho mayores si se toma en cuenta la intensificación de la crisis financiera en los mercados mundiales desde mediados de septiembre. Sin embargo, en porcentaje del PIB no son tan importantes como las sufridas por algunos países durante las profundas crisis del pasado (gráfico 1).

Otro parámetro es el grado de tensión del mercado. En la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial* (Lall, Cardarelli y Elekdag, 2008) se calcula un índice de tensión financiera respecto de 17 economías avanzadas desde 1980. Dicho índice (que se mide hasta fines de septiembre de 2008 y abarca variables tales como los diferenciales interbancarios y la evolución del mercado de acciones y bonos) ha alcanzado un nivel comparable a los períodos anteriores de tensión máxima en todos esos países. Lo más llamativo es que la tensión se ha mantenido en niveles muy altos durante casi un año y ha afectado a todos los países de la muestra (gráfico 2). Desde septiembre, las tensiones se han propagado drásticamente a las economías emergentes, incluso muchas de aquellas que al principio se consideraban más resistentes a los factores externos.

Se trata entonces de una crisis de extraordinaria profundidad, extensión y ferocidad. Pero, ¿es comparable con el co-

Foto: Una fila de personas espera pan en Nueva York durante la Gran Depresión.

lapso financiero de los años treinta? No exactamente. Entre 1929 y 1933, en Estados Unidos se cerraron 2.500 bancos y el crédito bancario se contrajo un tercio. El mercado bursátil cayó 75% respecto de su máximo y el desempleo creció a más del 25%. Además, el impacto de la Gran Depresión se tradujo en recesiones profundas en todo el mundo. En cambio, en la coyuntura actual los cierres de bancos han sido bastante limitados, y las pérdidas por depósitos y otros créditos frente a los bancos han sido mínimas, porque los reguladores han actuado con celeridad para atender a las instituciones en dificultades. Al menos hasta ahora, el crédito se ha mantenido porque las autoridades han trabajado intensamente para impedir un grave colapso del capital bancario, aun cuando ello exigió recurrir a medidas de emergencia no ortodoxas como la nacionalización y la inyección de capital público.

Vinculaciones complejas

¿Qué impacto tendrá esta crisis financiera en la economía mundial? Es probable que el acceso al crédito bancario permanezca sumamente restringido durante un período considerable, porque los bancos procurarán reducir el apalancamiento y recomponer su base de capital. Las instituciones ya aplican normas crediticias mucho más exigentes y tenderán a endurecerlas más a medida que el debilitamiento de las economías aumente sus pérdidas, pese a que los gobiernos están proveyendo fondos públicos para reforzar su base de capital. Segundo, el acceso a los mercados de deuda se ha contraído drásticamente no solo para los prestatarios más riesgosos de baja calificación sino también para los emisores de máxima calificación y los títulos a corto plazo, que normalmente son inmunes a tales riesgos. Tercero, la baja de los precios de las acciones y los valores de los inmuebles residenciales ha erosionado el patrimonio neto de los hogares, que en Estados Unidos, por ejemplo, ha sufrido una caída estimada del 15% en el último año. Cuarto, las economías emergentes también enfrentan mayores limitaciones para recibir financiamiento externo, ya que el desapalancamiento mundial y la creciente aversión al riesgo han reducido el interés de los inversionistas en esos mercados.

¿Cuán importante será el impacto agregado? Según recientes hallazgos publicados en *Perspectivas de la economía mundial*, de los 113 episodios de tensión financiera que hubo en los últimos 30 años, solo a alrededor de la mitad le siguió una desaceleración económica o una recesión. No obstante, las características del episodio constituyen un elemento determinante clave de la escala de su impacto macroeconómico. Los episodios asociados con crisis bancarias tienden a tener un impacto macroeconómico mucho más grave. En esos casos, las recesiones tienden a durar el doble y a ser dos veces más intensas, cuadruplicando así las pérdidas de producto acumuladas.

Las condiciones previas también son cruciales para determinar el impacto macroeconómico de la tensión financiera. En general, los balances de las empresas eran sólidos al iniciarse este episodio, gracias a las importantes reestructuraciones emprendidas tras el estallido de la burbuja informática en 2001–02. Las empresas habían reducido su apalancamiento e incrementado fuertemente su rentabilidad. Pero lo intranquilizador es que los balances de los hogares distan de tener similar fortaleza, especialmente en Estados Unidos, donde las tasas

de ahorro declinaron y el endeudamiento aumentó enérgicamente durante los años de auge inmobiliario y hasta 2006 inclusive, y las bajas recientes de los precios de las acciones y las viviendas han erosionado los activos netos.

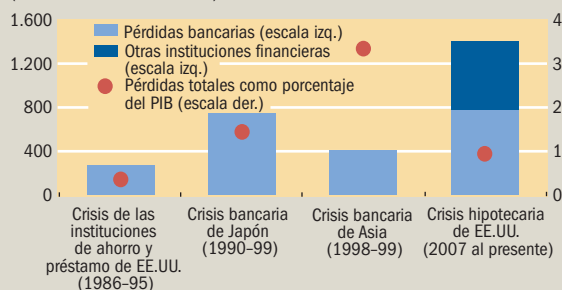
¿Y qué hay de las economías emergentes? Los balances del sector público son hoy mucho más sólidos que durante la caída económica de 2001–02 y las principales economías emergentes han acopiado grandes reservas internacionales y reducido la razón deuda pública/PIB durante años de fuerte crecimiento, lo que amplía el margen de maniobra ante las presiones externas (gráfico 3). Pero muchos países, particularmente las economías emergentes de Europa, acumularon grandes déficits en cuenta corriente, financiados en parte mediante las entradas de flujos de cartera y bancarios que ahora disminuyen fuertemente en medio del desapalancamiento mundial. Incluso los países fiscalmente sólidos presentan vulnerabilidades derivadas del rápido crecimiento del crédito bancario privado y del excesivo endeudamiento de las empresas y los hogares, todo lo cual contribuye ahora a provocar una importante retirada de los mercados emergentes.

Gráfico 1

Pérdidas históricas

En crisis anteriores, algunos países sufrieron pérdidas mayores que las observadas hasta ahora en la crisis actual.

(Miles de millones de dólares)



Fuentes: Banco Mundial y estimaciones del personal técnico del FMI.

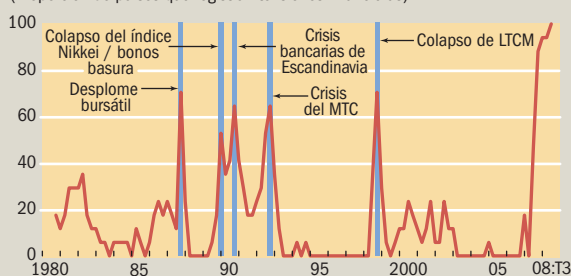
Nota: Los costos de las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos representan las estimaciones del personal técnico del FMI sobre pérdidas de los bancos y otras instituciones financieras. Todos los costos se expresan en dólares reales de 2007. Los países afectados por la crisis de Asia fueron Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

Gráfico 2

Alta tensión

La crisis actual ya ha generado tensiones considerables en prácticamente todos los mercados maduros durante casi un año.

(Proporción de países que registran tensiones financieras)



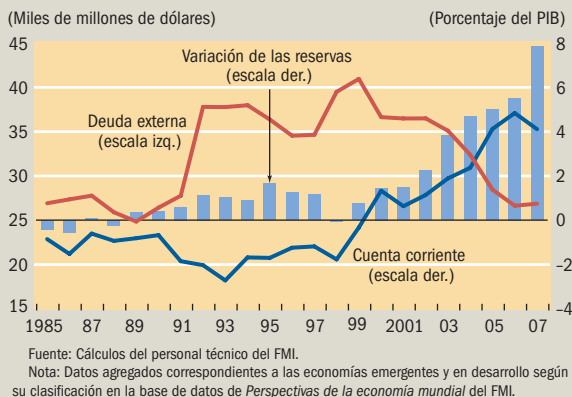
Fuentes: Haver Analytics, Base de datos analítica de la OCDE, *Perspectivas Económicas* (OCDE, 2008) y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: MTC = mecanismo de tipos de cambio; LTCM = Long-Term Capital Management.

Gráfico 3

En mejores condiciones

Mayores reservas externas y una menor deuda constituyen un factor de protección para muchas economías emergentes y en desarrollo, aunque no para todas, durante el actual retroceso económico.



A la luz de estos antecedentes históricos, es evidente que la economía mundial va camino de una gran caída. De hecho, la actividad ya se ha desacelerado y se ha derrumbado la confianza de las empresas y los consumidores. Según las últimas previsiones mundiales del FMI, en 2009 la actividad de las economías avanzadas registrará la primera contracción anual de la era de posguerra. Las economías emergentes también sufrirán en su conjunto una desaceleración sustancial, más grave en los países más vulnerables, aunque la resistencia de las grandes economías como China dará algún respaldo a la situación mundial.

Lecciones de la historia

La lección más importante de cada crisis financiera desde la Gran Depresión es que se debe actuar pronto y de manera decidida e integral para resolver las tensiones financieras. La prioridad debe ser apagar el incendio, aun cuando se requieran medidas heterodoxas que no se aplicarían excepto en el contexto de un evento sistémico. Como indicó el ex Secretario del Tesoro de Estados Unidos Larry Summers: cuando los mercados reaccionan de forma exagerada, también deben hacerlo las autoridades. En parte, la Gran Depresión llegó a tener tal magnitud porque durante cuatro años tras el crack bursátil de 1929 las autoridades siguieron políticas ortodoxas que dejaron que el crédito se contrajera, los bancos colapsaran y la crisis se alimentara a sí misma. Hoy las autoridades son plenamente conscientes de este precedente escalofriante; también lo es el Presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke, que ha estudiado el período a fondo para comprender mejor cómo se interrelacionan los sectores financiero y real de la economía (Bernanke, 1983).

Un caso aleccionador más reciente es el de Japón en los años noventa: durante mucho tiempo se desatendió el impacto del colapso de la burbuja de los precios de las viviendas y las acciones sobre los balances de los bancos y las empresas, y el resultado fue un decenio de escaso crecimiento (véase “El camino hacia la recuperación: una visión desde Japón”, págs. 24–25). Un ejemplo más positivo puede hallarse en la respuesta vigorosa de los países nórdicos a las crisis bancarias de principios de

esa misma década, que permitió lograr una fuerte reactivación tras una aguda caída de la economía (“Las soluciones de Estocolmo”, págs. 21–23).

Una segunda lección es la conveniencia de dar respaldo macroeconómico en paralelo con la adopción de medidas financieras. Como los trastornos financieros limitan la eficacia de la política monetaria, el estímulo fiscal debe cumplir un papel importante para preservar el dinamismo de la economía real y evitar efectos negativos recíprocos entre el sector financiero y el real. Por cierto, hoy crece el interés por incrementar el gasto en infraestructura, a semejanza de los programas de obras públicas de la era de la Depresión. Pero, como ilustra el ejemplo de Japón, el respaldo macroeconómico constituye tan solo un respiro, no una cura, y es esencial aprovechar ese espacio para abordar los problemas financieros subyacentes, o el resultado será una serie de paquetes fiscales de impacto decreciente. También habrá margen limitado para dar respuestas macroeconómicas en los países cuya gestión deficiente del sector público haya sido una causa integral del problema, como frecuentemente ha sucedido en las crisis de los mercados emergentes.

La tercera lección es la necesidad de soluciones de política que funcionen a nivel mundial. La Gran Depresión brinda un ejemplo clásico de lo que no se debe hacer: los aumentos de aranceles tras la sanción de la Ley Smoot-Hawley en Estados Unidos, una política de “empobrecer al vecino” que contribuyó a la transmisión mundial de la crisis. Las crisis de la deuda latinoamericana desde los años ochenta y la crisis asiática también ilustran cómo las decisiones de política de un país pueden ejercer efectos negativos de contagio en otros países.

Como hecho más positivo, en los últimos meses se han visto claramente los beneficios de coordinar esfuerzos a nivel internacional para garantizar el respaldo de liquidez, incrementar la protección de los depósitos y la exposición interbancaria, apoyar instituciones en dificultades y distender la política monetaria. También se están elaborando medidas que garanticen un financiamiento externo adecuado para los países afectados por el contagio, entre ellas las encaminadas a aumentar la disponibilidad de créditos del FMI.

La conclusión es que gracias a las lecciones de la historia podemos evitar lo peor del pasado. La economía mundial está siendo azotada por una masiva crisis financiera, pero el daño puede controlarse mediante acciones contundentes y coordinadas que reparen los perjuicios financieros, respalden la actividad económica y garanticen la continuidad del acceso al financiamiento externo. ■

Charles Collyns es Subdirector del Departamento de Estudios del FMI.

Referencias:

Bernanke, Ben, 1983, “Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression”, *American Economic Review*, vol. 73 (junio), págs. 257–76.

FMI, 2008, *Global Financial Stability Report* (Washington), octubre.

Lall, Subir, Roberto Cardarelli y Selim Elekdag, 2008, “Tensiones financieras, desaceleraciones y recuperaciones”, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington: FMI), octubre.



Las soluciones de Estocolmo

Una enseñanza crucial del caso nórdico es la necesidad de una actuación preponderante del Estado en la resolución de las crisis

Stefan Ingves y Göran Lind

DESDE que surgió la actual turbulencia financiera en Estados Unidos, las autoridades han estado estudiando las anteriores crisis financieras y bancarias para extraer enseñanzas sobre la forma de abordar con eficacia sus secuelas. Muchos han analizado el caso de Suecia y otros países nórdicos que atravesaron crisis financieras a principios de los años noventa.

Los trastornos nórdicos de principios de la década de 1990 fueron las primeras crisis sistémicas de los países industrializados desde los años treinta, aparte de los problemas bancarios directamente relacionados con la segunda guerra mundial. A las crisis nórdicas precedió la tan examinada crisis estadounidense de las entidades de ahorro y préstamo que, si bien no fue verdaderamente sistémica, afectó a un subsector de un gran mercado financiero que de otro modo funcionaba bien.

Las crisis bancarias nórdicas fueron, por lo tanto, señales de alerta. ¿Cómo podrían producirse problemas así en economías y sistemas financieros que de otro modo estaban bien organizados y administrados? La razón para que tengamos presentes esas crisis es que los países nórdicos mostraron cómo resolverlas con eficacia.

Los países nórdicos le enseñaron al mundo que indudablemente el Estado debe participar activamente en el proceso de resolución: más que el sector privado, fue el Estado el que lideró el proceso de reestructuración sistémica y procuró involucrar al máximo a propietarios e inversionistas del sector privado. Las medidas adoptadas por los países nórdicos también ilustraron el papel del Estado en la protección del valor de los activos de los bancos cuando colapsan los mercados de activos privados y la forma de utilizar empresas de gestión de activos especiales y unidades de renegociación de préstamos que deben ser de propiedad estatal si no se dispone de inversionistas privados, ya que pocas veces los hay en una crisis sistémica. Dichos organismos pueden proteger los valores mediante una cuidadosa gestión y evitar las pérdidas ocasionadas por las ventas apresuradas.

Los autores participaron activamente en la resolución de las crisis de Suecia de 1991-93, por lo que este artículo se centra en los hechos ocurridos en dicho país y su relación con la actual turbulencia.

Características de la crisis

La actual turbulencia financiera internacional ha inducido a muchos de los actores de los mercados financieros a reconsiderar creencias muy arraigadas sobre la forma en que operan los mercados. No obstante, ya hemos visto muchos casos así, aunque a menor escala.

Cada crisis bancaria exhibe una combinación distinta de causas, pero la mayoría de los ingredientes principales nunca falta, como sucedió en los países nórdicos: mala gestión bancaria, indisciplina del mercado, deficiente regulación y supervisión de la banca, y políticas macroeconómicas inadecuadas en cuanto a la liberalización financiera.

Una vez gestadas, las crisis financieras siguen un patrón común:

- Las debilidades subyacentes salen a relucir.
- Un suceso particular desencadena una crisis aguda.
- La crisis se propaga y agrava.
- Se toman medidas para mitigar y resolver la crisis.

Nuestro análisis se enfoca en algunas de las similitudes y diferencias entre la crisis sueca y la crisis actual, y se proponen formas de abordar la situación presente.

Debilidades subyacentes: Algunas semejanzas

La causa subyacente de la mayoría de las crisis es la laxitud en la concesión de préstamos, a menudo relacionados con los bienes raíces, en base a un excesivo optimismo de las evaluaciones del riesgo, juntamente con la abundancia de dinero y los desequilibrios macroeconómicos. Los ciclos inmobiliarios son bastante extensos, por lo que los inversionistas y proveedores de crédito parecen descuidar la probabilidad de futuras fases recesivas. Subestiman el riesgo y conceden demasiados créditos, lo cual favorece las burbujas especulativas.

Los políticos, en su bien intencionado afán de fomentar la construcción de viviendas, a menudo exacerban la situación. La expansión y modernización de la oferta de viviendas es un objetivo muy buscado. Los incentivos públicos alimentan la demanda de bienes raíces residenciales, especialmente para los compradores menos solventes. Antes de la liberalización del mercado de crédito sueco, la legislación obligaba a los bancos a asignar una parte sustancial de sus recursos para financiar viviendas y otros proyectos inmobiliarios. Se proporcionaban garantías públicas de facto para préstamos hipotecarios e inversiones en bienes raíces residenciales, similares a las de los gigantes hipotecarios Fannie Mae y Freddie Mac. En la crisis sueca fue necesario gastar grandes sumas de dinero de los contribuyentes para rescatar empresas municipales propietarias de bloques de apartamentos.

A veces los grupos bancarios, otros participantes del mercado e incluso las autoridades no toman debida cuenta de las consecuencias de los riesgos fuera del balance y otros riesgos potenciales. En la crisis actual, por ejemplo, los riesgos financieros y de reputación emanan de los vehículos de inversión estructurada (VIE) y otros instrumentos de crédito, así como de la liquidez bancaria que exigen los compromisos fuera del balance. En la crisis sueca, las empresas financieras desempeñaron un papel similar al de los VIE. Dichas empresas estaban menos reguladas que los bancos y habían concedido muchos de los préstamos más riesgosos. Cuando las empresas financieras empezaron a tener problemas de liquidez, los bancos comprobaron que debían seguir financiándolas, ya que en realidad estaban estrechamente ligados a ellas aunque fueran jurídicamente independientes.

Si bien este no fue un factor decisivo de la crisis sueca, el seguro financiero es un componente común de muchas crisis. Al parecer, los proveedores de seguros asumen demasiados com-

promisos en tiempos de bonanza. En una situación de crisis, los proveedores muy apalancados agravan el problema sistémico.

La acumulación de debilidades a veces obedece a vacíos en la regulación y supervisión financiera. El desarrollo financiero generalmente mejora la eficacia de la intermediación financiera y ofrece a los clientes servicios mejores y más variados. Pero también acarrea nuevos riesgos que los mercados y las autoridades tal vez no comprendan totalmente. En el caso sueco, no se tomó debida cuenta de la concentración del riesgo al prestar demasiado al sector inmobiliario. Además, los bancos y las autoridades no advirtieron los posibles riesgos de efectuar préstamos en moneda extranjera a prestatarios suecos con ingresos y activos denominados en moneda nacional. En la actual crisis internacional, es obvio que ni los bancos ni los reguladores consideraron plenamente las secuelas del modelo de negocios de originación y venta, y en particular el uso de VIE y otros fondos basados en derivados.

Algunas diferencias clave

Los bienes raíces involucrados en la crisis estadounidense S&L eran principalmente comerciales; los de la crisis sueca, comerciales y residenciales, y en el caso de la crisis actual, las hipotecas de alto riesgo son principalmente residenciales. Pero la diferencia fundamental entre esta última y la crisis sueca es que, en el fondo, los problemas crediticios de hoy se ven agravados por instrumentos muy complejos y mercados estrechamente ligados, tanto a nivel nacional como internacional.

Aunque en las crisis anteriores existían vínculos internacionales, las repercusiones de la actualidad son más sustanciales e inmediatas. La falta de pago de los préstamos hipotecarios de alto riesgo de Estados Unidos y de los instrumentos apalancados sobre estos préstamos ha afectado a bancos de muchos países como Alemania, Francia y el Reino Unido. Incluso municipios noruegos remotos al norte del Círculo Polar Ártico sufrieron elevadas pérdidas sobre instrumentos basados en préstamos hipotecarios de alto riesgo estadounidenses.

Asimismo, esta vez los vínculos entre los distintos mercados financieros internos son mucho más notorios. Aparte de los efectos sobre los mercados de crédito, se afectó gravemente el financiamiento a través de efectos comerciales y valores respaldados por activos y los mercados interbancarios y de bonos municipales estadounidenses.

El problema más agudo es la contracción de la liquidez. Falta de confianza, quienes tienen excedentes de liquidez no están dispuestos a transferirlos donde se necesita. Las autoridades pueden manejar este problema, y lo hacen si no hay una solución de mercado, que sería menos costosa y perturbadora y, por tanto, preferible. Por consiguiente, primero se debe restablecer la confianza. Pero ahora esta tarea es más ardua porque la complejidad de los instrumentos, los problemas de valoración y los mecanismos institucionales hacen más difícil entender la verdadera posición financiera de un banco.

Resolución de la crisis al estilo sueco

Comparada con la crisis actual, la crisis sueca fue más bien una crisis de crédito “pura”, y por lo tanto más sencilla de analizar y manejar. La verdadera magnitud de las pérdidas por créditos y

otros daños sufridos por los bancos se evaluó con miras al futuro. Los propietarios de los bancos fueron invitados a aportar el capital adicional necesario, o a dejar que las autoridades suecas manejaran la situación, lo que implicaba un apoyo financiero en base a términos estrictos, o incluso la intervención del gobierno y la reestructuración de los bancos.

Las autoridades suecas reconocieron la necesidad de restablecer sin demoras la confianza en el sistema financiero. No se produjeron pánicos bancarios significativos, pero los acreedores extranjeros de los bancos suecos comenzaron a cortar sus líneas de crédito. A los acreedores les resultó difícil evaluar la situación de cada banco, y por lo tanto redujeron su riesgo. Los bancos y las autoridades debían hacer todo lo posible para restablecer la confianza. No bastaban las palabras; había que actuar.

La transparencia cumplió un papel clave en la restitución de la confianza. Las autoridades obligaron a los bancos a divulgar su situación financiera real; además, estaban preparadas para informar al público sobre sus planes y medidas. Altos funcionarios del ministerio de Hacienda viajaron a Nueva York y Londres para reunirse con banqueros y analistas de mercado. Esto resultó acertado y poco después se restablecieron las líneas de crédito a los bancos suecos.

Una parte importante de la transparencia es la capacidad de determinar el valor de las carteras de los bancos, lo cual se complica cuando los mercados de activos financieros están ilíquidos y no proporcionan buena información sobre los precios. Las autoridades suecas obligaron a los bancos a valorar sus activos en forma prudente, especialmente su riesgo inmobiliario. En consecuencia, la situación financiera inmediata de los bancos pareció tal vez más grave, y simultáneamente se estableció un precio mínimo bajo. Las expectativas sobre los precios se estabilizaron y el mercado volvió a recuperarse. En algunas crisis, cuando las autoridades trataron de moderar las variaciones de los precios, la incertidumbre resultante se prolongó, retrasándose así la recuperación.

El consenso político es un requisito previo para generar confianza. En Suecia, todos los partidos políticos mayoritarios acordaron el marco para resolver la crisis. Este incluía una estructura para agilizar y coordinar entre las autoridades pertinentes las medidas a tomar, preservando a la vez la integridad de cada autoridad. Se creó una nueva autoridad: la Autoridad de Apoyo Bancario. Antes de tomar una decisión, esta autoridad debía obtener la aprobación del Riksbank (banco central), la Autoridad de Supervisión Financiera y la Oficina Nacional de la Deuda de Suecia. Si no se llegaba a un acuerdo —lo cual era inusual— el asunto se elevaba al ministerio de Hacienda. Los países sin consenso político o aquellos en los que las autoridades no actuaron en forma concertada tuvieron más dificultades para formular remedios rápidos.

Lo ocurrido demuestra la importancia de contar con leyes e instituciones que permitan resolver los problemas de los bancos débiles. A falta de estos mecanismos, Suecia debió improvisar. El Reino Unido tampoco contaba con un marco especial para la resolución bancaria, lo cual retrasó la resolución de Northern Rock. Estados Unidos cuenta con una buena estructura de leyes, instituciones y conocimientos especializados que ha desarrollado gradualmente a partir de las crisis bancarias masivas de

los años treinta; no obstante, tuvo que aplicar este marco de un modo flexible y no tradicional a fin de formular soluciones para instituciones no bancarias como Bear Stearns y Fannie/Freddie. El concepto de “amenazas sistémicas” se amplió para reconocer formalmente, por ejemplo, que los bancos de inversión también podían plantear ese tipo de amenazas.

Contrarrestar la aversión al riesgo

Los métodos inadecuados para conceder créditos en el sector inmobiliario fueron una clara debilidad subyacente tanto en la crisis sueca como en la actual. La fase aguda de ambas crisis se desató por un debilitamiento de la economía general, especialmente del sector de la vivienda. Los inversionistas se tornaron más reacios al riesgo por lo que las primas de riesgo aumentaron.

Ambas crisis se propagaron por las contracciones de la liquidez y el contagio a otras instituciones y mercados. Sin embargo, la turbulencia actual es más grave, ya que afecta a más mercados. También se ve exacerbada por la dificultad de evaluar los instrumentos financieros complejos, los compromisos fuera del balance y los vehículos relacionados con la banca (VIE y otros medios de transmisión).

Los métodos para mitigar la crisis también son, en general, similares. Se ha brindado liquidez a gran escala, concertada a nivel internacional en la crisis reciente y a nivel nacional en la crisis sueca. En ambos casos se nacionalizaron, fusionaron o vendieron bancos (a veces con el apoyo financiero de las autoridades).

En efecto, una de las principales enseñanzas de la experiencia nórdica es que los encargados de formular políticas no pueden basarse solamente en el sector privado o los mercados para solucionar problemas bancarios sistémicos. Análogamente a la necesidad de contar con un prestamista de última instancia para afrontar las insuficiencias de liquidez sistémicas, se precisa un inversionista o propietario de última instancia cuando se ha agotado el resto de las fuentes de capital (y es impensable cerrar un sistema bancario completo). Una garantía general del gobierno también resulta útil para restablecer la confianza y prevenir los pánicos bancarios, así como un posible colapso financiero, con la destrucción masiva del valor que dicho escenario implicaría.

Restablecimiento de la confianza

En suma, la crisis actual contiene muchas características identificables en las crisis anteriores, pero agravadas por el alto grado de complejidad de los instrumentos financieros y las disposiciones institucionales, así como por los estrechos vínculos entre los mercados a nivel nacional e internacional.

Las dos crisis, con base en los hechos, enseñan que una crisis no puede resolverse hasta que se restablezca la confianza. Una mayor transparencia reduce la incertidumbre. La transparencia implica brindar más información sobre las instituciones que mantienen activos de riesgo y los valores reales de los mismos. Las propias autoridades también deben ser francas, en la medida de lo posible, respecto de sus planes y de la situación de la crisis. ■

Stefan Ingves es Gobernador del Sveriges Riksbank y Göran Lind es Asesor del Directorio Ejecutivo del banco.



Un cliente de un banco utiliza un cajero automático en Tokio.

El camino a la recuperación: Las lecciones de Japón

Los problemas de liquidez e insolvencia requieren una estrategia

Kenneth Kang y Murtaza Syed

DURANTE gran parte de la década de 1990 y principios del nuevo siglo, Japón padeció una crisis financiera cuyos orígenes se asemejan en muchos sentidos a los trastornos actuales de Estados Unidos. Una década y media después, la historia parece repetirse: el estallido de una burbuja inmobiliaria suscitado por un exceso de liquidez, regulación financiera laxa y proyecciones demasiado optimistas de los precios de los activos han precipitado una crisis inmobiliaria y bancaria.

En comparación con las secuelas y las respuestas de las autoridades el año pasado, la crisis de Japón duró mucho más tiempo. Si bien el estallido de la burbuja dejó al sistema financiero recargado de préstamos en mora y debilitó considerablemente a la economía, pasó un tiempo antes de que se apreciara la verdadera escala del problema.

En 1997, seis años después de que empezaran las complicaciones, las crecientes pérdidas inmobiliarias y la caída bursátil congelaron el mercado interbancario y originaron quiebras en el sector financiero, que involucraron a algunos de los mayores bancos de Japón. Ante la posibilidad de una parálisis en el sistema financiero que amenazaba a la economía en general, el Banco de Japón trató de destrabar los mercados de crédito y el gobierno organizó grandes intervenciones con fondos públicos, enfrentando un dilema: cómo promover un desapalancamiento ordenado manteniendo al mínimo el riesgo moral y los costos para el contribuyente. En el caso de Japón, la crisis se superó, pero no sin antes haber “perdido” una década con estancamiento económico y deflación prolongada.

La crisis actual parece, en todo caso, más inquietante por su alcance mundial, la complejidad de los instrumentos y el entorno internacional más frágil. Esta vez, hogares sobreendeadados se han sumado a instituciones financieras muy apalancadas, debilitando aún más sus balances. No obstante, ambas crisis se basa-

ron en males bastante parecidos, así que los eventuales éxitos de Japón —y sus dificultades iniciales— ofrecen lecciones útiles.

Por la amplitud de la crisis, y su carácter gradual, la estrategia de Japón evolucionó con el tiempo, proporcionando liquidez al principio mediante medidas innovadoras y excepcionales por parte del Banco de Japón, como la ampliación de la lista de garantías, la compra directa de activos y la aplicación de una política muy expansiva, de tasa de interés cero. Pero si bien el suministro de liquidez era necesario, no bastó para reparar el sistema financiero. Al intensificarse la crisis, las autoridades se centraron en reestructurar los bancos, obligándolos a reconocer los préstamos en mora y capitalizarse, y en algunos casos a solicitar fondos públicos o salir del mercado. Al final, una supervisión más estricta, un uso prudente de fondos públicos y un marco sólido para reestructurar los activos problemáticos ayudaron a sanear el sistema financiero. Las pérdidas de los bancos, que superaron los ¥100 billones (aproximadamente US\$1 billón), fueron mucho mayores que las previstas en un inicio, y eventualmente se necesitaron fondos públicos por cerca de ¥47 billones para disponer de los préstamos en mora y recapitalizar los bancos. No obstante, se han recuperado casi tres cuartos de estos fondos.

Es alentador que la reacción inicial a la crisis actual haya sido rápida y contundente, con medidas para remediar la falta de liquidez en los mercados interbancarios y la aprobación de un paquete de medidas de rescate por parte del gobierno. En general, Estados Unidos ha actuado hasta el momento con admirable prontitud. En Japón, no fue sino hasta 1999 —ocho años después del desplome inmobiliario— que se aprobó una inyección a gran escala de fondos públicos para una reforma financiera a fondo.

Pero, ¿qué sigue ahora? Los mercados financieros estadounidenses continúan muy tensos y se teme una cruda recesión.

Guiándonos por la historia japonesa, aún no se han dado algunos de los pasos más difíciles. Aunque hasta ahora se ha prestado mucha atención a los pasivos bancarios (proteger los depósitos y apoyar el crédito), falta formular una estrategia integral frente a los desafíos más amplios: reestructurar los activos en problemas y facilitar la consolidación.

Para una recuperación sostenida, es imperativa una solución sistémica a ambos lados del balance. En el caso de Japón, lo más eficaz fue un enfoque integral que remediara al mismo tiempo los problemas de solvencia y de liquidez del sistema bancario. Las medidas incluyeron una recapitalización de los bancos y una reestructuración de las deudas del sector empresarial. De esta estrategia se podrían desprender algunas lecciones útiles:

- ***El suministro de liquidez ayudó a evitar una crisis sistémica inmediata, pero no bastó para remediar el problema fundamental de subcapitalización del sistema bancario.*** Una parte de la solución es la liquidez, pero sin medidas para reconocer todas las pérdidas y remediar la escasez de capital se puede distorsionar el funcionamiento de los mercados y retrasar la reestructuración requerida. Las prácticas contables deficientes y la tolerancia regulatoria ocultaron por muchos años los problemas de mora y limitaron los incentivos para actuar, por ejemplo, mediante una recapitalización o fusión con otras entidades. La demora en reconocer las pérdidas resultó sumamente onerosa, permitiendo que empresas insolventes siguieran actuando como “zombis”. Actualmente, el FMI estima que las pérdidas mundiales por la deuda titulizada proveniente de Estados Unidos se acerca a US\$1,4 billones, y apenas se ha castigado casi la mitad. Podría resultar útil una estructura regulatoria más transparente basada en el valor justo de mercado, que anime a los bancos a reparar sus balances. Al menos un examen anticipado de las pérdidas y la constitución de provisiones adecuadas podría ayudar a reconocer la escasez de capital y dar inicio a la reestructuración.

- ***Los fondos públicos para recapitalizar bancos tenían como condición castigos al patrimonio y estrictos criterios de ejecución para limitar el riesgo moral.*** En el caso de Japón, la inyección de capital a instituciones viables, junto con una resolución ordenada de las no viables, ayudó a estimular el crédito y reforzar los coeficientes de capital. No obstante, a cambio de fondos públicos, los bancos debían castigar el capital de los accionistas existentes, reemplazar a los altos directivos y presentar un plan de reorganización para ser examinado con regularidad por la agencia de servicios financieros. Tras el fracaso de enfoques menos estrictos, los fondos públicos se enfocaron estratégicamente en promover la consolidación del sector financiero, cerrando o fusionando varios bancos grandes y muchas instituciones menores. Para reforzar la disciplina del mercado y reducir al mínimo el riesgo moral, los gobiernos también deberían estudiar una estrategia de salida que les permita privatizar su participación en el sistema bancario una vez recuperada la estabilidad.

- ***Para sanear los balances de los bancos se debían reestructurar los activos en problemas.*** La estrategia de Japón exigía que los principales bancos aceleraran la eliminación de los préstamos en mora de sus balances en un plazo de dos o tres años mediante su venta directa al mercado, la participación en procesos de quiebra o la rehabilitación de los deudores mediante arreglos extrajudiciales. Los préstamos restantes fueron

vendidos a la Corporación de Resolución y Cobranza, encargada de disponer de los activos de mala calidad de los bancos quebrados, y a la Corporación de Revitalización Industrial (CRI), creada en 2003 para comprar los préstamos en problemas y trabajar con los acreedores en la reestructuración. Las compras del gobierno a través de estas administradoras de activos contribuyeron a la claridad y responsabilidad jurídica. Si los precios de los activos se recuperaban, las intervenciones terminarían costando a los contribuyentes mucho menos que la factura inicial: en Japón, la CRI obtuvo incluso una pequeña utilidad antes de su disolución en 2007.

- ***Un marco sólido, de inspiración privada, puede contribuir a la reestructuración.*** Si bien una empresa pública de gestión de activos puede eliminar rápidamente los activos problemáticos de los bancos, el valor recuperado probablemente dependerá del liderazgo del sector privado. En Japón, la función de dicho sector ha sido importante, e incluyó fondos extranjeros autorizados para absorber dos bancos, que ayudaron a reestructurar empresas. El buen diseño de los incentivos depende de la correcta valoración de los activos y un marco sólido para la reestructuración.

- ***También se ajustaron los balances de los deudores.*** En Japón, la cancelación de elevados préstamos en mora y la reestructuración de la deuda contribuyeron al necesario desapalancamiento del sector empresarial. Un factor más importante fue la transformación del sistema de insolvencias gracias a la Ley de Rehabilitación Civil de 2000, que permitió acelerar y diversificar los métodos de solución de quiebras y crear la CRI. El saneamiento de la deuda hipotecaria en Estados Unidos seguramente requerirá otros métodos, pero la gente conservaría sus casas y se frenaría el descenso precipitado de los precios inmobiliarios que desató la crisis actual.

- ***Las políticas macroeconómicas propicias, aunque no fueron una panacea, complementaron las medidas financieras.*** En respuesta a la crisis, las autoridades japonesas bajaron las tasas de interés y elevaron el gasto fiscal. Entre mediados de 1991 y fines de 1993, el Banco de Japón rebajó la tasa de descuento del 6% al 1¼%, lo cual no logró al final reactivar la economía, ya que la crisis afectó los canales de transmisión normal de la política monetaria, y se requirió un ajuste profundo y completo del sistema bancario. En resumen, la experiencia de Japón indica que las políticas macroeconómicas pueden contribuir al ajuste y ofrecer un respiro, pero no reemplazan a las medidas directas para conjurar las deficiencias del sector financiero causantes de la crisis.

Por último, queda un consuelo: pese a las enormes perturbaciones iniciales, no hay nada como una crisis para resaltar la necesidad de reformas y recabar apoyo popular para las mismas. En Japón, las medidas para desarrollar los mercados de capital y adoptar las reglas en el marco del acuerdo de Basilea II hicieron más competitivo el sistema financiero, lo cual lo ha protegido bastante de la actual crisis mundial. Con un enfoque más estratégico, esta crisis también podría suscitar reformas que mejoren la eficiencia, resistencia y transparencia de la arquitectura financiera mundial. ■

Kenneth Kang es Subjefe de División y Murtaza Syed es Economista en el Departamento de Asia y el Pacífico del FMI.

Cuando las crisis colisionan

Stijn Claessens, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones

Las recesiones acompañadas por contracciones del crédito y caídas de los precios de los activos son más largas y profundas

Una planta de General Motors cerrada, en Lansing, Michigan.

LA TURBULENCIA financiera que comenzó en Estados Unidos ya ha afectado a la economía real en países de todo el mundo. Pero la gravedad del impacto y la duración de la recesión resultante son materia de intenso debate entre los economistas.

Se plantean diversos interrogantes acerca de las vinculaciones entre el sector financiero y la economía real en las recesiones, por ejemplo: cómo se comportan las variables macroeconómicas y financieras durante una recesión, contracción del crédito o caída del precio de los activos (viviendas y acciones) y si las recesiones vinculadas con estas dos últimas situaciones difieren de otros tipos de recesiones.

Para esclarecer estas cuestiones, se realizó un amplio análisis de los vínculos entre las principales variables macroeconómicas y financieras durante los ciclos económicos y financieros de 21 países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

entre 1960 y 2007 (Claessens, Kose y Terrones, 2008). Se trata del primer estudio empírico detallado de diferentes países que aborda las consecuencias de las recesiones cuando coinciden con problemas del mercado financiero, como la contracción del crédito y la caída del precio de las viviendas y de las acciones.

Recesiones, contracciones y caídas

A fin de determinar las fechas en que se producen las recesiones, contracciones crediticias y caídas del precio de los activos, se empleó una metodología centrada en los cambios en el nivel de las variables para identificar los ciclos. Según los principios rectores de la Oficina Nacional de Estudios Económicos de Estados Unidos, se supone que una recesión comienza justo después de que la economía llega a un máximo de actividad y termina cuando esta alcanza su nivel mínimo. Se identificaron así ciclos del producto (PIB) y de las variables financieras, como el crédito, los precios de las viviendas y los precios de las acciones. Una vez identificados los puntos de inflexión cíclicos, se examinaron las características principales de las recesiones, la contracción del crédito, y las caídas del precio de las viviendas y de las acciones.

Entre 1960 y 2007 hubo 122 recesiones, que en promedio duraron unos cuatro trimestres, siendo el episodio más breve de 2 trimestres y el más largo de 13 trimestres (gráfico 1). La baja del producto desde su nivel máximo al mínimo —la amplitud de la recesión— rondó generalmente el 2%. Combinando información acerca de la duración y amplitud de una recesión para estimar su costo total, se computó también la pérdida acumulada, que fue en general de alrededor del 3%. Las recesiones graves —aquellas en que la caída del producto entre el punto máximo y el mínimo se



ubicaba en el cuartil superior de todas las caídas vinculadas a recesiones— superaron en más de tres meses la duración de la recesión promedio y fueron mucho más costosas.

Se identificaron 28 episodios de contracción crediticia, 28 caídas del precio de las viviendas y 58 caídas del precio de las acciones. Estos episodios corresponden a bajas entre el nivel máximo y el mínimo del crédito y los precios de los activos ubicadas en el 25% superior de todos los episodios de disminución del crédito y de los precios de los activos, respectivamente. Los episodios de contracción del crédito y de caída del sector inmobiliario suelen ser largos y profundos. Los primeros tendían a durar dos años y medio y guardaban relación con una baja del crédito de casi el 20%, medido por el volumen de acreencias frente al sector privado (gráfico 2). Las caídas de los precios de las viviendas tendían a durar aún más, cuatro años y medio, con una baja del 30% en los precios reales. Las caídas de las acciones duraban más de 10 trimestres, y al final el valor real de esos activos se veía reducido a la mitad.

Si no precedían una recesión, los episodios de contracción del crédito y caídas de precios no estaban necesariamente asociados con bajas del producto. De hecho, aunque el crecimiento del producto se desaceleraba —especialmente durante las primeras etapas de contracción del crédito y caída de los precios de las viviendas— a menudo se expandía al final de tales episodios, lo que no es de sorprender, ya que estos no siempre coincidían totalmente con recesiones y duraban el doble que estas últimas. Aun así, la tasa media de crecimiento del producto durante este tipo de episodios fue mucho menor que durante períodos más tranquilos para los mercados de crédito y de la vivienda.

En cambio, los episodios de contracción del crédito y de caída del precio de las viviendas se relacionaban con bajas significativas de la inversión. Los primeros tendían a coincidir con una disminución de la inversión residencial de alrededor del 6%, mientras que los segundos iban acompañados de una caída dos veces mayor aproximadamente. La tasa de desempleo aumentó significativamente, especialmente durante las primeras etapas de los episodios, al comenzar a debilitarse la actividad económica.

Los ciclos avanzan en forma sincronizada entre los países

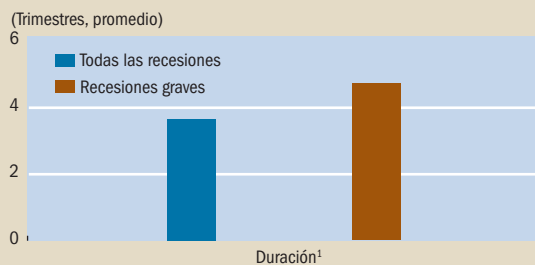
Aunque algunos observadores consideran que el alcance mundial de la crisis actual no tiene precedentes, la evidencia histórica indica lo contrario. Con frecuencia se han producido recesiones, contracciones crediticias y caídas de precios al mismo tiempo en diferentes países. Las recesiones de muchas economías avanzadas se agruparon en cuatro períodos durante los últimos 40 años y a menudo coincidieron con shocks mundiales.

Así como muchos países experimentan recesiones sincronizadas, también atraviesan episodios simultáneos de contracción del crédito. Además, las bajas del precio de las viviendas y las acciones tienden a ocurrir al mismo tiempo. Por ejemplo, las caídas de precios de las viviendas coinciden mucho entre diferentes países, lo que refleja la importancia de los factores financieros mundiales, como los movimientos comunes de las tasas de interés nacionales, en las fluctuaciones de dichos precios. El mayor grado de sincronización

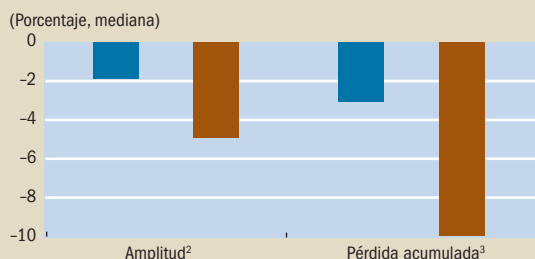
Gráfico 1

Un camino largo y difícil

Las recesiones graves duran más tiempo . . .



. . . y son mucho más costosas que otras recesiones.



Fuente: Claessens, Kose y Terrones (2008).

¹La duración es el número de trimestres entre los puntos máximo y mínimo de una recesión.

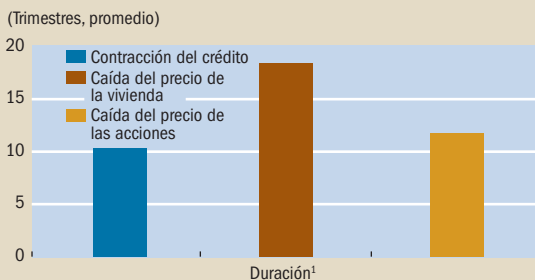
²La amplitud es la variación del producto interno bruto (PIB) entre el punto máximo y el mínimo.

³La pérdida acumulada es la cantidad total de PIB perdido entre los puntos máximo y mínimo de una recesión.

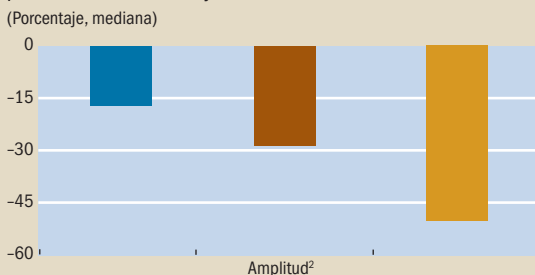
Gráfico 2

Extendidas y más costosas

Las contracciones del crédito y las caídas del precio de los activos suelen ser episodios prolongados . . .



. . . con bajas sustanciales del volumen de crédito y de los precios de la vivienda y las acciones.



Fuente: Claessens, Kose y Terrones (2008).

¹La duración se refiere al número de trimestres entre los puntos máximo y mínimo de una contracción del crédito o de una caída del precio de los activos (viviendas y acciones).

²La amplitud es la variación del volumen de crédito o del precio de los activos entre los puntos máximo y mínimo de una contracción del crédito o de una caída del precio de los activos, respectivamente.

se presenta en los precios de las acciones, probablemente debido a la gran integración financiera de esos mercados. Pero el número de países cuyos mercados accionarios sufren tendencias a la baja frecuentemente excede del número de los que experimentan una recesión. Como suele afirmarse: “Wall Street ha predicho nueve de las últimas cinco recesiones”.

Un doble revés

A fin de determinar si las recesiones vinculadas a una contracción del crédito o caída del precio de los activos son peores que las demás, se aplicó primero una regla simple para establecer sus fechas. Si una recesión comenzaba en el mismo momento que una contracción del crédito o caída de precios, o después de su inicio, se consideró que estaba vinculada al episodio respectivo. Esta regla describe la vinculación de los dos eventos en el tiempo, pero no implica una relación causal.

De hecho, muchas recesiones estuvieron vinculadas a una contracción del crédito o caída de precios de los activos. En una de cada seis, también hubo una contracción crediticia en curso, y en una de cada cuatro, una caída de precios de las viviendas. Estas últimas caídas se superpusieron en un tercio de los episodios de recesión. También puede haber rezagos considerables entre las perturbaciones de los mercados financieros y la actividad real. Una recesión, si se produce, puede tardar en comenzar hasta cuatro o cinco trimestres después de aparecer la contracción del crédito o la caída del sector inmobiliario.

Una pregunta crucial respecto de la actual crisis financiera es si las recesiones asociadas con contracciones del crédito y caídas de los activos son peores que las otras. Aquí la evidencia internacional es clara: esas recesiones no solo son más largas sino que también se asocian con pérdidas del producto mucho mayores. Aunque las recesiones acompañadas por graves contracciones del crédito o caídas del precio de las viviendas duran en promedio solo tres meses más, generalmente determinan pérdidas del producto dos o tres veces más altas (gráfico 3).

¿Por qué se trata de recesiones más largas y profundas? Los problemas del mercado financiero provocados por tales contracciones y caídas pueden prolongar y profundizar las recesiones a través de diversos canales. Por ejemplo, las fuertes bajas de los precios de los activos pueden reducir el patrimonio neto de las empresas y los hogares, limitando su capacidad de endeudamiento, inversión y gasto, lo que a su vez hace caer más los precios de los activos. En las contracciones crediticias, los bancos y otras instituciones financieras podrían restringir los préstamos porque su base de capital se reduce, lo que provoca recesiones prolongadas y más profundas.

Una simple observación de la variación de los principales componentes del producto durante las recesiones refuerza esa conclusión. El consumo y la inversión suelen registrar bajas mucho más pronunciadas, lo que agrava la caída del producto global y el empleo durante los episodios que coinciden con problemas financieros. Por ejemplo, durante las recesiones asociadas con caídas de los precios de las viviendas, el consumo disminuyó generalmente el doble que en las demás, probablemente debido a los efectos de la pérdida sustancial de patrimonio inmobiliario. Además, la tasa de desempleo generalmente subió más durante las recesiones acompañadas por contracciones crediticias y caídas de precios.

Aunque las recesiones asociadas con caídas de los precios de las acciones también tendían a ser más largas y profundas que las demás, las diferencias entre esos episodios no eran estadísticamente significativas, lo que confirma que una caída de las acciones tiene una relación menos estrecha con la evolución de la economía real que una contracción crediticia o una caída de los precios de las viviendas.

Lecciones para el momento actual

La economía mundial experimenta una tormenta financiera de proporciones históricas. Los episodios previos de recesión, contracción del crédito y caída de precios resultan aleccionadores, ya que indican que las recesiones que se susciten pueden ser más costosas, porque probablemente se producirán en forma simultánea con contracciones crediticias y caídas de precios de los activos. Asimismo, aunque los efectos de la crisis actual ya se sienten en todo el mundo, los datos del pasado indican que su dimensión mundial tenderá a intensificarse en los meses venideros. No obstante, la naturaleza de una recesión en un país determinado puede depender de muchos factores, como la solidez financiera de sus empresas, bancos y hogares antes de la recesión, y las medidas de política que empleen las autoridades para mitigar sus efectos adversos. La aplicación continuada de políticas contundentes a nivel nacional y mundial podría contribuir a resolver los retos que se vayan planteando. ■

Stijn Claessens es Subdirector y M. Ayhan Kose y Marco Terrones son Economistas Principales en el Departamento de Estudios del FMI.

Referencia:

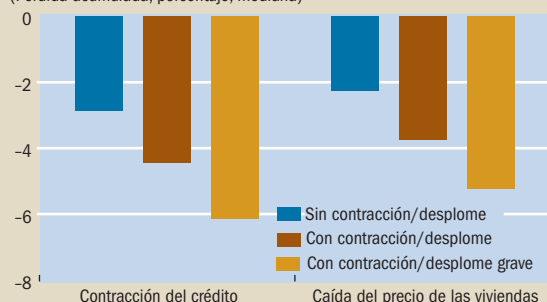
Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco Terrones, 2008, “What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?”, *IMF Working Paper*, de próxima publicación.

Gráfico 3

Las consecuencias de una grave contracción sumada a un desplome

Las recesiones que coinciden con graves contracciones del crédito o caídas del precio de la vivienda muestran mayores pérdidas acumuladas del PIB.

(Pérdida acumulada, porcentaje, mediana)



Fuente: Claessens, Kose y Terrones (2008).

Notas: La pérdida acumulada es la cantidad total de PIB perdido entre los puntos máximo y mínimo de una recesión. Las contracciones crediticias o caídas del precio de las viviendas se consideran graves si se ubican en la mitad superior de todos los episodios de contracciones y desplomes.

Convergencia de las cifras de crecimiento

Un académico y un responsable de la política económica comparten sus opiniones sobre los elementos esenciales para el crecimiento económico de un país, en períodos de bonanza y de crisis

LA ACTUAL crisis financiera vuelve a poner de relieve el tema del crecimiento y el estímulo económico. Para analizar este tema, Archana Kumar de *Finanzas & Desarrollo* conversó con dos expertos: Michael Spence, Premio Nobel de Economía, y Mahmoud Mohieldin, Ministro de Inversiones de la República Árabe de Egipto. Ambos han participado en la Comisión para el Crecimiento y el Desarrollo, integrada por autoridades gubernamentales y académicos que se reunieron a lo largo de dos años para examinar las causas, las consecuencias y la dinámica interna de un alto crecimiento sostenido. La Comisión, que concluyó su labor mucho antes de que se agravara la crisis financiera, publicó recientemente sus observaciones en el *Informe de Crecimiento: Estrategias para el crecimiento sostenido y el desarrollo global*.

F&D: ¿Qué medidas esenciales deberían adoptar las economías avanzadas para reducir el impacto de la crisis financiera en la economía real?

SPENCE: Se plantean dos escenarios. Uno: si no resolvemos de manera eficaz el problema de la contracción del crédito, el daño a la economía, excluido el sector financiero, será extraordinario y generalizado. Nos encontraríamos ante la peor crisis del período de posguerra. Existe una posibilidad razonable de que, mediante la adopción de una estrategia coordinada a nivel mundial, podamos evitarlo. Esta estrategia no calmará inmediatamente los mercados bursátiles porque estos operan con una dinámica completamente diferente que está relacionada con el temor, pero aun así es importante y las autoridades deberían centrarse en este objetivo que considero prioritario.

Es más difícil lograr que la gente se centre en el segundo escenario, pero, como ya se ha producido una desaceleración enorme del crecimiento, debemos aplicar medidas de estímulo fiscal bien concebidas que tengan una dimensión temporal y un plan para restablecer el equilibrio fiscal a largo plazo que pueda evitar una crisis más profunda en los mercados financieros. Larry Summers, entre otros, ha examinado a fondo esta cuestión.

Por lo tanto, yo aplicaría estas dos medidas: abordar los efectos reales de la crisis financiera y, en la medida de lo posible, recapitalizar el sistema financiero, y luego centrar la atención en el ámbito fiscal. Obviamente, la recapitalización del sistema financiero no permitirá resolver rápidamente el problema del con-

gelamiento del crédito, y por lo tanto este debe resolverse con intervenciones directas de varios tipos, como las garantías para las transacciones interbancarias o la compra de papel comercial y municipal por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos.

MOHIELDIN: Es esencial restablecer la confianza. Esta y la credibilidad del sistema financiero son fundamentales en el momento actual. Todas las medidas que podamos adoptar para restablecer la confianza serán beneficiosas, tanto para los países desarrollados como para los países en desarrollo.

Como ha mencionado el profesor Spence, debemos preparar algunas medidas de apoyo a corto plazo hasta que podamos restablecer el funcionamiento ordenado del sistema financiero. Para financiar proyectos de desarrollo esenciales, y para fomentar el comercio y la inversión, los países necesitan financiamiento adecuado. Y el financiamiento, como la confianza, requiere poner en marcha muy rápidamente los mecanismos de apoyo necesarios para restablecer el funcionamiento normal del sistema financiero.

F&D: ¿Y los mercados emergentes? ¿Qué medidas esenciales deberían adoptar para proteger sus tasas de crecimiento?

MOHIELDIN: No podemos clasificar a todos los países en desarrollo y a los mercados emergentes en la misma categoría, especialmente ahora, porque están expuestos de distintas formas a las crisis actuales. Por lo tanto, es probable que algunas

Debemos aplicar medidas de estímulo fiscal bien concebidas que tengan una dimensión temporal y un plan para restablecer el equilibrio fiscal a largo plazo.

Spence

Como ha mencionado el profesor Spence, debemos preparar algunas medidas de apoyo a corto plazo hasta que podamos restablecer el funcionamiento ordenado del sistema financiero. Para financiar proyectos de desarrollo esenciales, y para fomentar el comercio y la inversión, los países necesitan financiamiento adecuado. Y el financiamiento, como la confianza,

requiere poner en marcha muy rápidamente los mecanismos de apoyo necesarios para restablecer el funcionamiento normal del sistema financiero.

políticas sean más relevantes en algunos países que en otros. Por ejemplo, algunos países se han beneficiado del encarecimiento de las materias primas y a otros los ha perjudicado.

Pero nadie se beneficia de la crisis financiera. No es un juego de suma cero. Para las pequeñas economías abiertas, como Egipto, es como navegar en un barco por aguas turbulentas. Debemos procurar que este barco sea seguro estableciendo algún tipo de mecanismos precautorios y reforzando las salvaguardias. Y debemos seguir utilizando estrategias basadas en el sentido común al hacer negocios.

Además, el fortalecimiento de la inversión es esencial para alcanzar y mantener el crecimiento. Por ejemplo, Egipto y muchos otros países de África podrían basarse en la inversión privada, especialmente en los sectores productivos, como la infraestructura. Toma tiempo ver los resultados de estos proyectos beneficiosos, pero sientan las bases para la prosperidad futura.

Otro ámbito importante es la medición del desempeño económico, incluido el crecimiento. Por el momento, nos basamos en “indicadores rezagados”. Es como conducir con el retrovisor empañado. Para evaluar adecuadamente el impacto de la crisis financiera en la evolución económica de los países en desarrollo, debemos utilizar indicadores anticipados claros que muestren los síntomas preocupantes. Y esto no siempre es posible porque los sistemas financieros, incluidos los mercados bursátiles, de muchos países en desarrollo no están muy desarrollados.

Por lo tanto, aún no puede observarse claramente lo que está pasando o lo que puede pasar en las economías en desarrollo a causa de la crisis financiera, y me temo que estos países se verán fuertemente golpeados por la crisis. Sin ningún mecanismo de protección financiera, el crecimiento, el desempleo, el bienestar de la población y —lamentablemente— la pobreza se verán directamente afectados por esta crisis.

SPENCE: Coincido con el Ministro Mohieldin. Los objetivos prioritarios son estabilizar y mantener el barco a flote. Para los países que puedan permitírselo, tiene mucho sentido fortalecer la inversión nacional en un momento en que la economía mundial ha creado un pequeño vacío. Con respecto a los países pobres importadores de materias primas a un nivel del 10% del PIB cuya población destina una proporción considerable del presupuesto familiar al gasto en alimentos, la comunidad internacional debería adoptar medidas concertadas para ayudarlos.

F&D: Según el Informe de Crecimiento, “un alto crecimiento sostenido es un crecimiento de convergencia (para reducir la brecha con respecto a los países desarrollados) y la economía mundial es el recurso esencial”. ¿Qué significa este concepto?

SPENCE: Lo denominamos crecimiento de convergencia debido a la contribución de la economía mundial al crecimiento,

que constituye un elemento esencial, como pudimos observar después de examinar la evolución de los países que han alcanzado altos niveles de crecimiento. La teoría del comercio y la teoría moderna del crecimiento muestran claramente que los mercados mundiales son grandes y un país puede crecer rápidamente sin ampliar en gran medida su cuota de mercado si goza de términos de intercambio favorables. Pero el otro aspecto, en el que hacen hincapié Paul Romer y otros prestigiosos expertos en el ámbito de la teoría del crecimiento, es

que el crecimiento de convergencia se basa realmente en el aprendizaje, es decir, en la transferencia de conocimientos. Se trata de ampliar el producto potencial según la especialidad técnica —en el ámbito público y privado— de la economía. Este aspecto, más que cualquier otro, permite a los países crecer a tasas del 7%–10%.



Mohieldin: Es crucial lograr un crecimiento generado por el aumento de la inversión.

MOHIELDIN: Los 13 casos [incluidos en el *Informe de Crecimiento*] que alcanzaron altas tasas de crecimiento sostenido desde la segunda guerra mundial utilizaron muy eficazmente su integración en la economía mundial a través del conocimiento

—obtenido directamente enviando a sus estudiantes a universidades en el extranjero u ofreciéndoles programas de capacitación—, o incluso de la inversión extranjera directa.

La globalización seguirá siendo relevante, aunque ahora se cuestionen sus beneficios.

Mohieldin

Mi generación aprendió que los tres pilares de la actividad económica son la tierra, la mano de obra y el capital, y que si a estos se suma un empresario, el resultado será la maravilla de las maravillas de la actividad económica. Hoy estos tres pilares han sido sustituidos por otros. En un interesante estudio, Romer examina el crecimiento endógeno y sostiene que los tres nuevos aspectos del desarrollo son, primero, el aprendizaje, la innovación y la transferencia de ideas; segundo, la mano de obra ha sido remplazada por “personas”, no solo aquellas que forman parte de la población activa, sino las que *podrían* formar parte de esta población, así como las que se comunican con ellas; por último, “otros aspectos”, que pueden ser el capital, los recursos adicionales, etc. Por lo tanto, los tres pilares actuales son las ideas, las personas y otros aspectos.

El éxito de Singapur, Malasia, Corea, China y, en los últimos años, India y Vietnam se basa en estos nuevos pilares. Y una mayor integración con el resto del mundo podría beneficiar aún más a los países, lo que significa que la globalización seguirá siendo relevante, aunque ahora se cuestionen sus beneficios.

F&D: Pero la economía mundial atraviesa una situación crítica. ¿Aún creen ustedes que la integración sigue siendo una condición esencial para alcanzar altas tasas de crecimiento?

MOHIELDIN: Aunque la evolución reciente de los mercados mundiales ha sido muy negativa y la Ronda de Doha ha vuelto a fracasar, aún creo en los beneficios de la economía mundial para las pequeñas economías abiertas, como Egipto y otros países de la región. La economía mundial también ha beneficiado a países más grandes, como China e India. Aún creo en la importancia de expandir la demanda a través de la exportación, de mejorar la capacidad de financiar el crecimiento mediante la inversión extranjera, de desarrollar nuestros conocimientos aprendiendo de los demás. No podemos alcanzar estos objetivos sin la globalización.

SPENCE: Además, hay más de 4.000 millones de personas en partes del mundo donde se vive cómodamente o que están creciendo con rapidez, y esta cifra aumenta, y ahora hay grandes esperanzas. Esperanza es la palabra adecuada. Si permitimos que la economía mundial se pare y truncamos las oportunidades de todas estas personas, las que viven en economías en expansión y las que probablemente entrarán en este grupo: es decir, una buena parte de la población del resto del mundo, *a)* destruiríamos injustamente uno de los principales pilares del crecimiento y la prosperidad y *b)* esta situación afectará a la forma en que se relacionan los distintos países del mundo. Por lo tanto, merece la pena esforzarse duramente para proteger alguna versión de la economía mundial abierta.

F&D: ¿Han identificado un “modelo” para el crecimiento en la era de posguerra? Si hubieran escrito el *Informe de Crecimiento en 2008*, ¿habrían presentado otras recomendaciones de política económicas diferentes para alcanzar altos niveles de crecimiento?

SPENCE: Es posible que existan varios modelos, pero este es el único que pudimos encontrar. Otros pueden inventar modelos diferentes según las circunstancias específicas. Por ejemplo, Dubai puede transformarse de una economía basada en recursos naturales a una de servicios a nivel mundial, e India sin duda se ha basado en una estrategia muy distinta, centrada en el desarrollo de las industrias de servicios [muy especializadas]. No obstante, en cierto sentido, es el único modelo que conocemos. Si hubiéramos escrito el informe a finales de 2008, habríamos hecho más hincapié en la volatilidad y las garantías, porque fuera de control causan crisis. Además, ya sabemos que estas crisis son perjudiciales para el progreso y el crecimiento, y no respaldan adecuadamente las políticas de crecimiento.

MOHIELDIN: Para las autoridades, el informe es muy útil porque incluye una lista de medidas que nunca deberían aplicarse. Este informe es especialmente importante para los países que no es-

tán geográficamente cerca de los 13 países que han alcanzado altos niveles de crecimiento mencionados en el informe, la mayoría de los cuales está en Asia. El país más cercano a Egipto es Omán, que constituye un caso muy particular por el tamaño relativamente pequeño de su población. No quiero desmerecer lo que ha logrado Omán, que es mucho, especialmente en ámbitos relacionados con la inversión en capital humano y la equidad. Pero los países de Asia oriental, como Singapur, China, Malasia, Corea y Japón, están aprendiendo mutuamente de sus experiencias. La cercanía ayuda; no solo la geográfica, sino también la cultural.



Spence: El crecimiento de convergencia se basa en el aprendizaje.

F&D: ¿Cuál es el ingrediente de política económica esencial para alcanzar un alto nivel de crecimiento sostenido, a pesar de lo que ustedes denominan “las condiciones específicas de un país”?

MOHIELDIN: La inversión en capital humano. La inversión en educación y salud, y la prestación de servicios públicos, es un aspecto esencial, pero que se olvida porque no se refleja en los resultados de hoy o mañana. Los resultados en este ámbito, o incluso de

la inversión en infraestructura para respaldar el desarrollo del capital humano, se observan una generación, o más, después.

SPENCE: Me gusta esta idea: un alto nivel de inversión a largo plazo es muy importante para las generaciones futuras y merecería figurar por lo menos en los primeros puestos de la lista, pero yo me quedaría con la apertura a la economía mundial.

F&D: ¿Qué aspecto del crecimiento entendemos menos?

SPENCE: Es muy difícil responder a esta pregunta porque depende en cierta medida de la persona con la que uno esté hablando y del tema; pero yo destacaría la contribución esencial que desempeñan los líderes políticos, la concertación, el diálogo, la importancia de dar a la población una visión del futuro que les permita participar activamente a lo largo del tiempo en un proceso que supone sacrificios a corto plazo. Sin estos aspectos, la posibilidad de alcanzar altos niveles de crecimiento es muy baja, y creo que muchísimas personas no lo entienden muy bien. Yo no lo entendí al principio.

MOHIELDIN: Depende de nuestro interlocutor, pero en general la idea de que el crecimiento es una variable representativa de muchas otras cosas, el reflejo de todas las cosas buenas por las que ha luchado una sociedad para alcanzar algo, no se entiende muy bien. El crecimiento representa las aspiraciones económicas y sociales de un pueblo; y lo maravilloso es que se puede medir. Resume el progreso de una nación. ■

Archana Kumar es Redactora Principal de Finanzas & Desarrollo. Este artículo es una versión editada de la entrevista. Véanse un análisis detallado de la labor y los informes de la Comisión para el Crecimiento en www.growthcommission.org.

Receta para vigorizar y

DESDE 1950, 13 economías han logrado crecer a un promedio de 7% o más durante por lo menos 25 años seguidos. Más importante aún que preguntarse cómo lo hicieron es determinar si ese crecimiento vigoroso y sostenido puede reproducirse en otros países. Esa fue la tarea a la que se dedicó por más de dos años la Comisión para el Crecimiento y el Desarrollo, integrada por líderes de los sectores empresarial, gubernamental y académico, incluidos dos premios Nobel.

Diversificación y participación

El rápido crecimiento sostenido no es un milagro. Los países en desarrollo pueden lograrlo si sus gobernantes asumen el compromiso y aprovechan las oportunidades que les brinda la economía mundial. Entre los 13 casos señalados por la Comisión para el Crecimiento y el Desarrollo (cuadro) están los ejemplos conocidos de Asia, pero la lista es diversa en cuanto a tamaño, recursos y régimen político de los países.

Como es más rápido aprender que inventar algo, los países en desarrollo pueden acortar las diferencias si crecen a un ritmo mucho más rápido que el registrado por los actuales países industrializados en su etapa de crecimiento. Pero aún con un crecimiento fuerte, el proceso de convergencia puede tomar dos generaciones o más.

Una de las claves es una integración en la economía mundial que permita a los países en desarrollo importar conocimientos y tecnología, acceder a los mercados e impulsar el sector exportador, que reviste especial importancia en las etapas incipientes del crecimiento.

El crecimiento vigoroso y sostenido en las economías en desarrollo es un fenómeno posterior a la segunda guerra mundial.

Economía	Período de crecimiento vigoroso	Ingreso per cápita	
		Al inicio del período de crecimiento	2005 ¹
Botswana	1960-2005	210	3.800
Brasil	1950-1980	960	4.000
China	1961-2005	105	1.400
Corea	1960-2001	1.100	13.200
Hong Kong, RAE de	1960-1997	3.100	29.900
Indonesia	1966-1997	200	900
Japón	1950-1983	3.500	39.600
Malasia	1967-1997	790	4.400
Malta	1963-1994	1.100	9.600
Omán	1960-1999	950	9.000
Singapur	1967-2002	2.200	25.400
Tailandia	1960-1997	330	2.400
Taiwan, provincia china de	1965-2002	1.500	16.400

Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators*, 2007.

Nota: Se eligió un umbral de 7% porque ese nivel de crecimiento genera cambios muy importantes en los ingresos y la riqueza: con una tasa de 7%, el ingreso se duplica cada 10 años.

¹En dólares constantes de EE.UU. de 2000.

Las cinco características comunes del crecimiento vigoroso y sostenido



Además de su integración en la economía mundial, estos países de fuerte crecimiento comparten otras características importantes. La estabilidad macroeconómica —inflación relativamente baja y ausencia de deuda excesiva— los ayudó a capear los shocks económicos y los horizontes inciertos de inversión. Sus políticas económicas y decisiones colectivas se enfocaron en el futuro y propiciaron tasas elevadas de inversión y ahorro.

Los 13 países también aprovecharon el mercado, incluida la movilidad de la mano de obra, para asignar recursos. Y el liderazgo firme —de personas, partidos y sistemas políticos— creó consenso en torno a metas de crecimiento y desarrollo y garantizó un proceso participativo y justo en cuanto a oportunidades.

sostener el crecimiento

¿Cómo lo lograron?

Seis de las economías —Corea, Japón, Malta, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur— crecieron hasta alcanzar niveles de alto ingreso. Pero varias perdieron impulso antes de alcanzar a los países industrializados, como fue el caso de Brasil (recuadro contiguo).

No es fácil —ni común— que los países de mediano ingreso pasen al nivel de alto ingreso. La primera prioridad para las autoridades es adelantarse a la transición y las nuevas exigencias.

Por ejemplo, Corea modificó sus políticas e inversiones públicas en los años ochenta y noventa para facilitar la transición de una economía primordialmente manufacturera a una más basada en los conocimientos y el capital.

La segunda prioridad consiste en abandonar algunas de las viejas políticas, incluso las exitosas. Por ejemplo, en respuesta a la nueva coyuntura interna y externa, Singapur permitió que la industria manufacturera de uso intensivo de mano de obra se mudara a otras zonas de la región con mano de obra más barata, creando incluso zonas económicas especiales en China e India.

La desaceleración de Brasil

Brasil, uno de los primeros países en lograr un crecimiento vigoroso y sostenido, empezó a desacelerarse en 1980. El país sufría inflación y sobreendeudamiento a raíz del shock petrolero de 1973.

En lugar de fomentar las importaciones, el país se cerró en 1974 y adoptó la política de proteger las manufacturas livianas internas y la industria pesada, y la producción de bienes de capital.

El tipo de cambio se apreció notablemente y las exportaciones perdieron gran parte del terreno ganado en décadas anteriores. Cuando las tasas de interés en dólares se dispararon en 1979, Brasil cayó en una crisis de deuda de la que le costó más de 10 años salir.

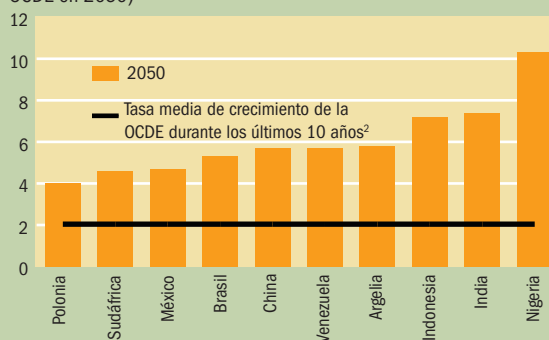
Nuevos desafíos mundiales

Los países que emprenden estrategias en pro del crecimiento enfrentan hoy ciertas tendencias mundiales desconocidas para sus predecesores: calentamiento mundial; descenso del precio relativo de las manufacturas y alza del precio relativo de materias primas, como la energía; creciente descontento con la globalización en las economías avanzadas y algunos países en desarrollo; envejecimiento de la población mundial, pese al aumento de la población joven en los países pobres, y un creciente desfase entre los problemas mundiales —en economía, salud, clima— y las respuestas internacionales desarticuladas.

Pero sean cuales fueren los desafíos, la solidez de la economía mundial sigue siendo crucial para el rápido crecimiento de los países en desarrollo.

Los países en desarrollo necesitarán un crecimiento vigoroso para alcanzar a los países de la OCDE.

(Tasa de crecimiento necesaria para lograr el PIB per cápita de la OCDE en 2050)¹



Fuente: Banco Mundial, *World Development Indicators*, 2007.

¹El ingreso per cápita en los países de la OCDE fue de US\$30.897 en 2006. Suponiendo que siga creciendo según la tendencia histórica de 2,04% anual, en 50 años sería de US\$75.130.

² OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Preparado por Natalie Ramírez-Djumena y Jair Rodríguez. Basado en The Growth Report: Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development, publicado por el Banco Mundial en 2008, en nombre de la Comisión para el Crecimiento y el Desarrollo. El informe puede consultarse (en inglés) en www.growthcommission.org.



Un comerciante ordena los precios de las legumbres en Delhi, India.

La turbulencia financiera mundial pone a prueba a Asia

Kenneth Kang y Jacques Miniane

A medida que se propaga la crisis financiera mundial, ¿cómo se protegerá Asia de la tormenta?

ASIA parecía estar en mejores condiciones que otras regiones para soportar la tormenta desatada por la crisis financiera mundial, dadas sus cuantiosas reservas oficiales, sus marcos de políticas reforzados y los balances generalmente sólidos de sus sectores empresarial y bancario.

No obstante, tras el desplome de Lehman Brothers a mediados de septiembre y la consiguiente aversión mundial al riesgo, la crisis se extendió a Asia y ha golpeado a muchos de sus mercados. Ya no hay esperanzas de que la crisis no afecte la región. Con una fuerte desaceleración del crecimiento mundial prevista para el próximo año y la continuidad del desapalancamiento, Asia seguramente registrará dificultades en el futuro próximo. La forma

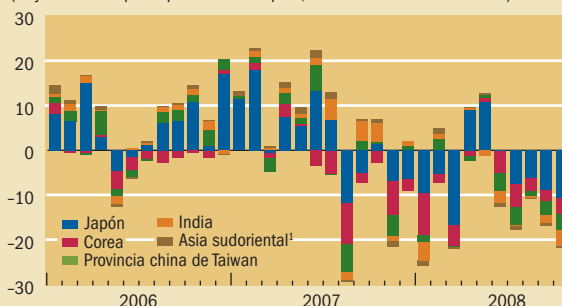
como resista la desaceleración del crecimiento mundial y la propagación de la crisis financiera será crucial no solo para la región, sino también para el mundo entero.

Gráfico 1

Fuga de capital extranjero

Desde que se desencadenó la crisis de crédito mundial, los inversionistas han ido retirando sus capitales de los mercados accionarios de Asia.

(Flujos netos de participaciones de capital, miles de millones de dólares)



Fuente: Bloomberg LP.

¹Filipinas, Indonesia, Tailandia y Vietnam.



Los sistemas financieros de Asia

En un principio, algunas características importantes de los sistemas financieros de Asia protegieron la zona de lo peor de la crisis. Sus sistemas tienden a basarse en la banca y generalmente no han participado en las actividades fuera del balance ni en los activos titulizados ilíquidos que originaron la crisis en las economías avanzadas. Sus instituciones financieras están en general poco expuestas a las hipotecas de alto riesgo estadounidenses o a productos de crédito estructurado extranjeros, gracias, en parte, a la gestión más prudente del riesgo y al refuerzo de la estructura regulatoria resultantes de la crisis bancaria de Japón de fines de los años noventa y de la crisis financiera de 1997 en Asia emergente. Además, en la región los productos derivados y estructurados son relativamente incipientes.

Sin embargo, en vista de su fuerte integración comercial y financiera con el resto del mundo, la opinión de los inversionistas con respecto a Asia se tornó negativa al aumentar la turbulencia mundial y quedar claro que la economía mundial sufriría una gran desaceleración. Las grandes salidas de capital han rebajado considerablemente los precios de las acciones (gráfico 1). Los fondos de inversión libre (*hedge funds*) centrados en Asia han registrado los peores resultados del mundo, con retornos constantemente inferiores a los de otros fondos de mercados emergentes.

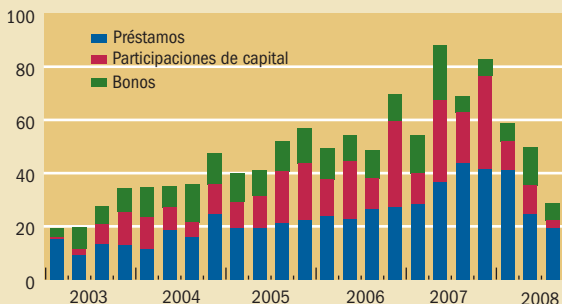
Las salidas de capital también han debilitado bastante las monedas de varios países, principalmente, Corea, India, Nueva Zelandia y Vietnam. En respuesta, varios países han intervenido para apoyar sus monedas, al contrario de lo ocurrido en años anteriores, cuando la mayoría de los países temía una rápida *apreciación* de su moneda.

Gráfico 2

Congelación

Los mercados financieros mundiales están cada vez más cerrados para los prestatarios de Asia, soberanos y privados.

(Miles de millones de dólares)



Fuente: Base de datos del FMI sobre bonos, participaciones de capital y préstamos a través de Dealogic.

El aumento de la aversión al riesgo mundial ha dificultado el acceso de los gobiernos, sociedades e instituciones financieras de Asia a los mercados financieros mundiales (gráfico 2). Los costos de endeudamiento han subido más en los países con sistemas bancarios que dependen del financiamiento al por mayor y no tanto de los depósitos al por menor (Australia, Corea, India, Nueva Zelandia) en parte por el temor ante las dificultades para renovar sus deudas. Frente a esta escasez del crédito interno, el financiamiento externo privado de la región ha caído tajantemente.

La turbulencia mundial también ha afectado a los mercados interbancarios y de dinero internos. En los centros financieros (la RAE de Hong Kong, Singapur y Tokio), los *spreads* interbancarios han subido con respecto a los rendimientos de bonos públicos comparables (los "*spreads* TED"), ante los temores por el riesgo de contraparte de bancos extranjeros y por la fuga hacia la calidad. Los *spreads* de los *swaps* de CDS (*credit default swaps*) de Asia (el costo del seguro de incumplimiento de los bonos corporativos) han aumentado considerablemente (gráfico 3). El mercado de dinero en productos internos estructurados también está prácticamente cerrado, ya que los inversionistas siguen alejados de los instrumentos titulizados. Lo más preocupante para una región que depende tanto del comercio exterior, sin embargo, es el aumento de las señales que indican que el financiamiento para esta actividad está disminuyendo. Por último, la escasez mundial de liquidez en dólares está contagiando a los mercados en moneda local, como los de *swaps* y acuerdos de recompra, generando mercados disfuncionales y tasas más altas para el financiamiento en moneda nacional.

Una serie de medidas de política

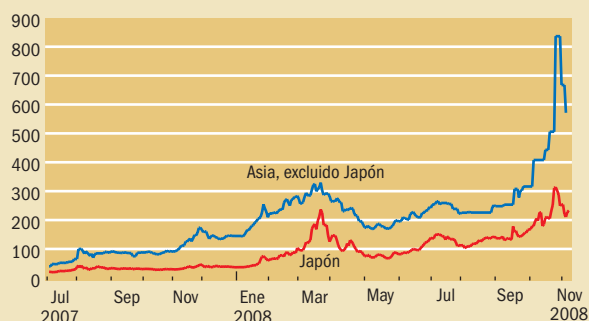
Las autoridades han adoptado una gama de medidas para estabilizar la situación financiera. Por ejemplo, la Autoridad

Gráfico 3

Aumenta el riesgo de crédito

Los *spreads* de los *swaps* de CDS, que en esencia representan el costo para Asia de los seguros de incumplimiento del crédito, han aumentado drásticamente desde mediados de 2008.

(Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del personal técnico del FMI.

Notas: Medidos en función de los índices iTraxx. El *spread* es el margen anual que debe pagar una entidad que desea protegerse, y se expresa como porcentaje del valor de la deuda protegida. Un punto básico equivale a 1/100 de punto porcentual.

Monetaria de Hong Kong, además de suministrar liquidez excepcional a corto plazo, ha ampliado los tipos de garantías que acepta y ha mejorado el atractivo y los vencimientos de sus servicios de liquidez. En India, el Banco de la Reserva redujo fuertemente los encajes para aliviar las presiones en el mercado interbancario. Los bancos centrales de Australia, Corea e India también han utilizado sus reservas oficiales para brindar liquidez en dólares de EE.UU. a través de los mercados locales de *swaps* de divisas (que sirven a las instituciones como seguros contra los riesgos cambiarios, al usar fondos en una moneda para satisfacer necesidades en otra). Varios bancos centrales de la región han utilizado acuerdos de *swap* con la Reserva Federal de Estados Unidos. Además, muchos países han anunciado garantías de depósitos o garantías para la deuda externa de los bancos.

Qué le espera a la región

Al agravarse la situación financiera mundial, mucho dependerá de la capacidad del sector bancario interno para proporcionar crédito suficiente y oportuno en un entorno de menor crecimiento y mayor riesgo de mercado. Hasta el momento, pese a las tensiones financieras, el crédito bancario convencional se ha mantenido bastante estable. El crecimiento del crédito privado en la región ha disminuido, pero mantiene su pujanza, excepto en Vietnam, donde la expansión del crédito se ha frenado ante la política más restrictiva. Si bien los bancos asiáticos tienen la ventaja de partir de una posición de capital relativamente sólida, la desaceleración económica seguramente elevará el costo del crédito y también podría frenar su crecimiento. Han aumentado los incumplimientos de las empresas en los países en que la demanda interna ha disminuido, lo cual indica un posible aumento de la morosidad en el futuro. La baja en los mercados de vivienda en algunos países también podría afectar la calidad de los activos bancarios. Si bien no se prevé un gran deterioro de la situación de los bancos en la región, en este momento no se puede descartar. Existe, sobre todo, el riesgo de que la desaceleración mundial sea más profunda y prolongada de lo previsto, y que ello lleve a la quiebra a muchas empresas de la región.

Preparándose para lo peor

¿Qué pueden hacer las autoridades y los supervisores para limitar el riesgo de contagio de la desaceleración mundial y la perturbación del crédito? En Asia se podrían aplicar varias estrategias:

- **Controlar el riesgo frente a instituciones fuertemente apalancadas.** Las quiebras de varias instituciones grandes de economías avanzadas han suscitado temores con respecto al riesgo de otros operadores fuertemente apalancados y, entre ellos, los de Asia. La divulgación anticipada de estos riesgos puede ayudar a calmar los temores del mercado y permitir que los inversionistas distinguan entre instituciones y países. (Por ejemplo, la Agencia de Servicios Financieros de Japón publica las tenencias de productos estructurados y de alto riesgo de las instituciones captadoras de depósitos.) Cabe prever nuevos incumplimientos, y las autoridades deben revisar los planes de contingencia; entre ellos, prever remedios para las secuelas que afecten el mercado interbancario y velar por la suficiencia de los seguros

(o garantías) de depósitos y los programas públicos de recapitalización. Además, una mayor colaboración transfronteriza entre los supervisores ayudaría a mejorar el seguimiento de las dificultades financieras exteriores y sentaría las bases para una coordinación más eficaz de medidas en los casos en que los sistemas financieros están interconectados.

- **Reforzar la gestión del riesgo de liquidez.** Los supervisores deben velar por que los bancos manejen bien el riesgo de liquidez; por ejemplo, evitando los descalses de vencimientos. También deben verificar la existencia de pruebas de tensión y planes de contingencia para casos extremos, como la suspensión del financiamiento externo. Los bancos centrales también deben evaluar la gama de instrumentos de liquidez a su disposición, incluidos aquellos en moneda extranjera, y la posibilidad de ampliar el suministro de liquidez a un conjunto más amplio de instituciones, aceptando otras garantías.

- **Protección del acceso al financiamiento transfronterizo, incluido el financiamiento del comercio.** Los bancos nacionales dependen mucho de las filiales de bancos extranjeros para obtener liquidez en dólares de EE.UU., así como de los mercados de *swaps* de divisas, que han sufrido tensiones en períodos de alta aversión al riesgo, afectando a su vez a otros mercados de financiamiento en moneda local. Para evitar frenos al financiamiento transfronterizo, las autoridades deben examinar los riesgos de contraparte en estos mercados y verificar que los bancos poseen otras fuentes de financiamiento externo si su acceso a ellos se interrumpe temporalmente. También se debería considerar la posibilidad de ofrecer garantías de financiamiento del comercio para casos de interrupción.

- **Refuerzo de la gestión del riesgo.** Al bajar el ritmo de crecimiento, cabe prever un aumento de la morosidad y el incumplimiento de las empresas. Los bancos de la región expuestos a sectores especialmente vulnerables a la desaceleración interna, como la vivienda y la pequeña y mediana empresa, podrían ser los más susceptibles. Los supervisores deberán cerciorarse de que los bancos locales clasifiquen correctamente los préstamos y constituyan buenas provisiones para los préstamos problemáticos.

- **Disposición para recapitalizar los sistemas bancarios, de ser necesario.** En este momento, no se puede descartar la posibilidad de una ola de incumplimientos de empresas mayor que la prevista. Por lo tanto, las autoridades deben evaluar planes de contingencia que podrían requerir fondos públicos para reforzar la base de capital de las instituciones financieras.

- **Implementar reformas financieras a largo plazo.** Si bien la crisis apenas está evolucionando y aún están emergiendo sus lecciones, las autoridades podrían aprovechar esta oportunidad para aplicar reformas de largo plazo que refuercen sus sistemas financieros. Las reformas podrían incluir el fortalecimiento de la supervisión basada en el riesgo, la neutralización de los riesgos procíclicos del apalancamiento, el futuro desarrollo de los mercados de bonos locales y un mayor seguimiento de instituciones de importancia sistémica, incluidas las no bancarias. ■

Kenneth Kang es Subjefe de División y Jacques Miniane es Economista del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI.



Sacos de trigo apilados en las inmediaciones de Al Qamishli, Siria.

Garantizar la seguridad alimentaria

Maros Ivanic y Will Martin

LOS PRECIOS de los principales productos agrícolas se incrementaron fuertemente a finales de 2007 y principios de 2008 y, a pesar de los recientes descensos, superan con creces los niveles promedio de los últimos dos decenios. Muchos analistas señalan que algunos factores, como la nueva demanda de alimentos para producir biocombustibles, harán que los precios se mantengan elevados. Esto no sería beneficioso para los pobres, y quasi-pobres, que gastan una proporción muy grande de sus ingresos en alimentos básicos. Nuestras estimaciones indican que las alzas de precios de los alimentos entre 2005 y el primer trimestre de 2008 incrementaron en más de 100 millones el número de pobres, aunque mejoraron la situación general de algunos pobres que son vendedores netos de alimentos (Ivanic y Martin, 2008).

Algunos analistas y autoridades oficiales señalan que los altos precios de los alimentos, y la escasez en algunos países pobres, se

deben —por lo menos en parte— a la liberalización del comercio mundial de productos agrícolas, que alentó a los países a sustituir la producción nacional de alimentos básicos por cultivos de exportación de mayor valor. Para optimizar la seguridad alimentaria y garantizar que la población tenga alimentos, ¿deberían los gobiernos adoptar, entre otras, políticas comerciales orientadas a fomentar la producción nacional de alimentos básicos y aumentar la autosuficiencia?

Según el premio Nobel Amartya Sen, la seguridad alimentaria y la autosuficiencia no son lo mismo. La primera no depende del lugar donde se producen los alimentos, sino del acceso a ellos que tengan las personas (Sen, 1981). En su estudio de las principales hambrunas del siglo XX, Sen muestra que puede ocurrir una grave situación de inseguridad alimentaria aunque exista una amplia disponibilidad de alimentos en un país. Además, las autoridades pueden mejorar la seguridad

La política comercial debe complementarse con otras medidas a fin de garantizar la disponibilidad de alimentos para todos

permitiendo la importación de alimentos para evitar el alza de los precios.

La política comercial tanto nacional como mundial influye en la seguridad alimentaria. Y las políticas comerciales constituyen solo un tipo de medidas que afectan el acceso de los pobres a los alimentos. Ahora que el mundo trata de reactivar las negociaciones para reducir las barreras al comercio mundial, examinamos la seguridad alimentaria a corto y largo plazo en los países en desarrollo y sus vínculos con la política comercial.

Seguridad alimentaria a corto plazo

Los problemas de acceso a los alimentos, incluso si son temporales, pueden perjudicar gravemente a los pobres, quienes apenas pueden reducir otros gastos cuando se encarecen los alimentos, y con frecuencia no tienen ahorros ni acceso al crédito para afrontar una crisis. A fin de resolver estos problemas a corto plazo, los gobiernos pueden utilizar tres estrategias principales: establecer redes de protección social, intervenir para reducir los precios de los alimentos y asegurar la oferta acumulando existencias.

Las medidas de protección social, como la ayuda alimentaria de emergencia o las transferencias a los pobres, pueden —en principio— focalizarse en los grupos más necesitados. Por lo tanto, estas medidas tienen menos efectos secundarios que las orientadas a reducir los precios para todos y pueden resultar eficaces, independientemente de que el problema se deba o no a las variaciones de precios de los alimentos. En cambio, las medidas dirigidas a reducir los precios de los alimentos a menudo son ineficaces para afrontar muchos problemas de seguridad alimentaria, como los derivados de una reducción de la producción agrícola a causa de una sequía.

Las políticas orientadas a disminuir los precios internos de los alimentos —como los impuestos sobre las exportaciones o la reducción de los derechos de aduana— se implementan con facilidad. Cuando los precios mundiales de los alimentos básicos se incrementaron fuertemente a fines de 2007 y principios de 2008 (gráfico 1), alrededor del 45% de los países en desarrollo rebajó los aranceles y/o impuestos al consumo sobre los alimentos, mientras que casi el 30% aplicó impuestos sobre las exportaciones u otras restricciones a la exportación de alimentos (Wodon y Zaman, 2008). No obstante, estas estrategias pueden tener consecuencias imprevistas. Por ejemplo, una restricción a la exportación que reduzca el precio interno del arroz también dará lugar a un descenso de la producción y a un incremento de la demanda en un momento de escasez, perjudicará a los agricultores pobres que venden arroz y beneficiará a los consumidores que están muy por encima de la línea de pobreza.

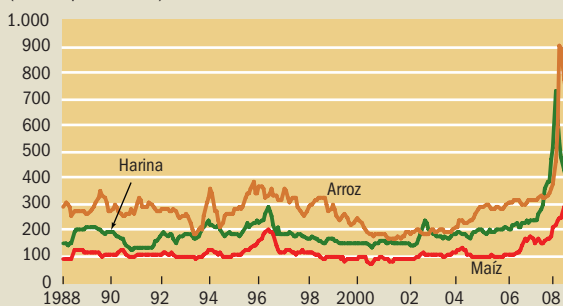
Las políticas dirigidas a aislar los mercados internos de alimentos de las variaciones de precios en los mercados mundiales también tienden a favorecer los aumentos de precios que tratan de contener. Las restricciones a la exportación impuestas a fines de 2007 y principios de 2008 por los principales países exportadores contribuyeron a la escalada de los precios mundiales en dicho período. La supresión o disminución de estas restricciones puede atenuar la presión sobre los precios

Gráfico 1

¿Se mantendrá la situación actual?

Los precios de los principales alimentos básicos se incrementaron fuertemente a fines de 2007 y principios de 2008.

(Dólares por tonelada)



Fuente: Banco Mundial, Commodity Price Data.

mundiales. Por ejemplo, cuando Ucrania anunció la reducción de las restricciones a la exportación en abril de 2008, los precios del trigo descendieron inmediatamente un 18% (Chauffour, 2008).

Las existencias públicas pueden utilizarse para afrontar problemas de seguridad alimentaria a corto plazo, pero son costosas y difíciles de administrar. Persiste la incertidumbre en general en cuanto al volumen de existencias necesarias y a la cantidad que debe colocarse en el mercado en cada momento. Además, las políticas de gestión de existencias pueden ser desestabilizadoras si —como parece haber ocurrido en 2008— los gobiernos tratan de crear o ampliar las existencias cuando los precios son altos. Y lo que es más importante, las existencias de alimentos almacenadas no resultan de por sí suficientes para garantizar la seguridad alimentaria, que depende de que los pobres tengan acceso a los alimentos, independientemente de que se utilicen o no las existencias públicas.

Seguridad alimentaria a largo plazo

El mejoramiento sostenible de la seguridad alimentaria a largo plazo depende en gran medida de la capacidad para lograr aumentos sostenidos de los ingresos reales de los pobres. Para alcanzar este objetivo, deberán aplicarse políticas de desarrollo que aumenten la productividad de los activos de los pobres. Una amplia liberalización comercial puede ayudar a incrementar la productividad y el ingreso, garantizando que la inversión se oriente hacia actividades adecuadas y fomentando el cambio tecnológico. Pero la liberalización debe ir acompañada por políticas de desarrollo, incluido el establecimiento de un marco jurídico adecuado y la inversión en bienes públicos, como investigación y desarrollo, salud pública, infraestructura, educación y redes de protección social básicas para ayudar a los hogares pobres a recuperarse de los shocks. La inversión en investigación y desarrollo rural parece generar tasas de rendimiento particularmente altas, y puede aumentar los ingresos de los agricultores y rebajar los precios al consumidor.

Normalmente la liberalización comercial a nivel nacional puede disminuir los precios internos, salvo cuando conlleve

una restricción de los derechos de exportación o subsidios a la importación. Los efectos de la liberalización comercial a nivel mundial en un país determinado son más complejos, y dependen de la interacción de varios factores: los aumentos de los precios mundiales y la reducción de las barreras comerciales nacionales.

En períodos anteriores, los países en desarrollo gravaban sus sectores agrícolas para beneficiar a los sectores urbanos: los bienes exportables estaban sujetos a impuestos más altos que las importaciones para mantener los precios bajos. Pero en los últimos 50 años esta situación ha cambiado, según un proyecto reciente del Banco Mundial. Si bien las importaciones que compiten con los productos internos fueron muy poco subvencionadas en los años cincuenta, ahora la protección media se aproxima al 30%. Por otra parte, los productos exportables, sujetos a fuertes gravámenes en el pasado, ahora se venden aproximadamente a los precios mundiales (Anderson, de próxima publicación). Cabe preguntarse entonces si, en efecto, la liberalización de los alimentos básicos en los países en desarrollo ha causado los actuales problemas de seguridad alimentaria, puesto que la protección de estas materias primas ha aumentado y no a la inversa.

Efectos de las reformas del comercio mundial

Como se prevé que la reforma del comercio mundial incrementará los precios mundiales de los alimentos, lo que podría agravar la pobreza en los países pobres, esta reforma podría disminuir la seguridad alimentaria de los pobres en los países en desarrollo. Las reducciones arancelarias en todo el mundo estimulan la demanda y, por lo tanto los precios, de los alimentos básicos en los mercados mundiales. Según la mayor parte de los estudios, la reforma del comercio agrícola mundial generará aumentos de los precios mundiales muy limitados en relación con las variaciones observadas en los últimos años: entre el 2% y el 7% para la mayoría de los alimentos básicos (Anderson, Martin y van der Mensbrugghe, 2006). Por lo tanto, resulta esencial determinar si el efecto de la disminución de los precios derivada de las reducciones arancelarias en los países en desarrollo será mayor que el del encarecimiento derivado del alza de los precios mundiales.

Al aplicar el modelo de análisis del comercio mundial utilizado en Hertel *et al.* (2008), se observa que los descensos de los precios de importación debidos a una liberalización general serán mayores que el efecto del alza de los precios mundiales, lo que dará lugar a una reducción global de 1 punto porcentual de los precios de los alimentos en los países en desarrollo (gráfico 2). Por esta razón, Hertel y sus colegas sostienen que la liberalización mundial de los productos agrícolas cubiertos por la Organización Mundial del Comercio reduciría la pobreza en 14 de los 15 países estudiados.

Las piezas del rompecabezas

La reforma del comercio agrícola en los países en desarrollo puede mejorar la seguridad alimentaria reduciendo el costo de los alimentos para los pobres y, por lo tanto, aumentando el acceso de este grupo a los alimentos. La liberalización mundial tiene efectos más complejos, porque da lugar a aumentos de los precios mundiales al estimular la demanda de importaciones a nivel mundial y suprimir los subsidios a la exportación. Nuestro análisis muestra que, en promedio, la reforma del comercio mundial reduciría ligeramente el precio de los alimentos básicos en los países pobres y, por lo tanto, contribuiría a una pequeña reducción de la pobreza mundial.

Es importante establecer y mantener un régimen comercial abierto, aunque ello no basta para alcanzar la seguridad alimentaria. A corto plazo, la liberalización comercial deberá ir acompañada por programas de protección social que ayuden a los pobres a afrontar los shocks, como los derivados del alza de los precios mundiales de los cereales. A más largo plazo, el objetivo esencial es mejorar la productividad para aumentar los ingresos de las familias pobres. ■

Maros Ivanic es Consultor y Will Martin es Economista Principal en el Grupo de Investigación para el Desarrollo del Banco Mundial.

Referencias:

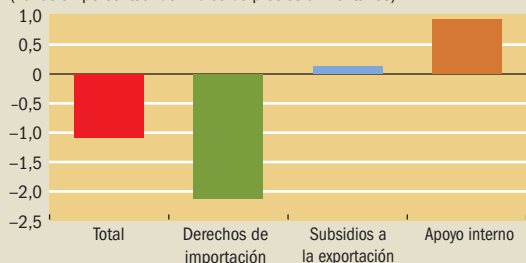
- Anderson, Kym (compiladora), *Distortions to Agricultural Incentives: A Global Perspective, 1955 to 2007* (de próxima publicación; Palgrave Macmillan y Banco Mundial).
- , Will Martin y Dominique van der Mensbrugghe, 2006, “Distortions to World Trade: Impacts on Agricultural Markets and Incomes”, *Review of Agricultural Economics*, vol. 28, No. 2, págs. 168–94.
- Chauffour, Jean-Pierre, 2008, “Global Food Price Crisis: Trade Policy Origins and Options”, *Trade Note 34* (Washington: Banco Mundial).
- Hertel, Thomas, Roman Keeney, Maros Ivanic y Alan Winters, 2008, “Why Isn’t the Doha Development Agenda More Poverty Friendly?”, *GTAP Working Paper 37* (West Lafayette, Indiana: Purdue University).
- Ivanic, Maros, y Will Martin, 2008, “Implications of Higher Global Food Prices for Poverty in Low-income Countries”, *Agricultural Economics*, vol. 39, págs. 405–16.
- Sen, Amartya, 1981, “Poverty and Famines: An Essay on Entitlement and Deprivation” (Oxford: Clarendon Press).
- Wodon, Quentin, y Hassan Zaman, 2008, “Rising Food Prices in Sub-Saharan Africa: Poverty Impact and Policy Responses”, *World Bank Policy Research Working Paper No. 4738* (Washington: Banco Mundial).

Gráfico 2

Reducir los precios

La reforma del comercio agrícola reducirá los precios de los alimentos básicos en los países en desarrollo en 1 punto porcentual en promedio.

(Variación porcentual del índice de precios alimentarios)



Fuente: Cálculos de los autores.

Inversiones entre vecinos

Los productores de petróleo del Golfo están invirtiendo petrodólares en otros países de Oriente Medio y esta tendencia continuará aunque los precios caigan



Mahmoud Mohieldin

Tanques de almacenamiento de petróleo en una refinería de Egipto.

MUCHO se ha hablado del impacto de la carestía del petróleo sobre la inflación y el crecimiento tanto de países desarrollados como de países con escasos recursos energéticos, pero poco se ha dicho del impacto del superávit de petrodólares en las economías árabes. Si bien los precios del petróleo han descendido drásticamente frente a sus máximos de mediados de 2008, los superávits que estos países tienen para invertir siguen siendo elevados.

Como consecuencia, el flujo de petrodólares ha mejorado las perspectivas no solo de los seis países petroleros del Golfo Pérsico, sino también, a raíz de la inversión de petrodólares en la región, de países árabes vecinos. La acumulación de riqueza financiera y la búsqueda de mayores rendimientos han llevado a los inversionistas del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG) a diversificar sus estrategias de inversión, geográficamente y por clases de activos.

Los estados del CCG son ahora más estratégicos para invertir la riqueza petrolera. Los seis productores de petróleo del CCG —Arabia Saudita, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán y Qatar— han aprendido de sus malas experiencias con los ciclos de auge y caída de los años setenta y ochenta. Además, las restricciones a la inversión adoptadas en Estados Unidos tras los ataques terroristas de septiembre de 2001 han llevado al CCG a la diversificación. Todo ello se ha traducido en una mayor inversión de esos superávits en la región. Los productores de petróleo, en vez de invertir sus ingresos en bonos del Tesoro de Estados Unidos o depositarlos en cuentas en eurodólares en bancos multinacionales, están acumulando reservas en divisas para reducir la deuda pública y acrecentar los fondos soberanos de inversión (FSI) y una variedad de instituciones de inversión complejas pero controladas por el Estado.

Los vecinos notan el impacto

Pese a los recientes descensos de los precios, se prevé que los ingresos petroleros del CCG superarán los US\$600.000 millones en 2008 y se mantendrán elevados en 2009. Existen tres canales principales a través de los cuales esos ingresos podrían afectar a los Estados del Golfo y países vecinos:

- **Comercio de bienes.** Este sector sigue revistiendo una importancia relativamente pequeña. El comercio entre los países árabes creció hasta un total de 11,2% de su comercio total en el ejercicio fiscal 2006–07, pero ese nivel no basta para producir un beneficio importante. Por ejemplo, en Egipto, el comercio con los países árabes en 2006–07 apenas representó el 9,6% del comercio total del país.

- **Comercio de servicios.** Este sector produce un flujo mucho mayor de ingresos de la región, por remesas y turismo. Los egipcios que trabajan en el exterior —incluidos los países del CCG— han incrementado significativamente sus remesas, lo cual ha contribuido positivamente a la balanza de pagos y el bienestar de sus hogares. Según el Banco Central de Egipto, las remesas de trabajadores egipcios en países del CCG aumentaron un 160% entre 2003–04 y 2006–07, pasando de US\$1.210 millones a US\$3.130 millones. Su participación en el total de remesas de egipcios en el exterior pasó de un 40% a un 50% en ese período. El turismo casi se ha triplicado desde 2002, llegando a US\$10.800 millones en 2007. Cerca del 20% de los turistas son árabes. El Ministerio de Desarrollo Económico de Egipto estima que cada dólar gastado por los turistas genera un ingreso de US\$4 o US\$5, de modo que su impacto sobre los ingresos y nivel de vida de los trabajadores del sector turismo y conexos es importante.

- **Inversión.** Parte del capital del CCG que era invertido en Estados Unidos y Europa se ha reorientado hacia países árabes, constituyéndose en el canal más eficaz entre los países del

CCG y sus vecinos. Países como Egipto, Jordania y Marruecos se han convertido en destinos atractivos para la inversión del CCG (Instituto de Finanzas Internacionales, 2008). Los elevados superávits en cuenta corriente, junto con las inversiones de sociedades e individuos, han permitido que una parte considerable de las inversiones del CCG se realicen a través de FSI (véase el cuadro). Los FSI provenientes del Golfo han mostrado un gran interés en los instrumentos financieros híbridos, además del tradicional uso de excedentes de reservas para efectuar inversiones de capital privado a largo plazo.

La inversión extranjera directa (IED), en su mayor parte relacionada con privatizaciones, grandes proyectos de infraestructura y nuevas inversiones accionarias, es el instrumento preferido por la mayoría de estados del CCG para invertir en sus vecinos. La proporción de fondos del CCG en el total de la IED en Egipto —el mayor receptor de IED de los Estados del CCG— pasó de apenas 4,56% en 2005 a 25,2% en 2007.

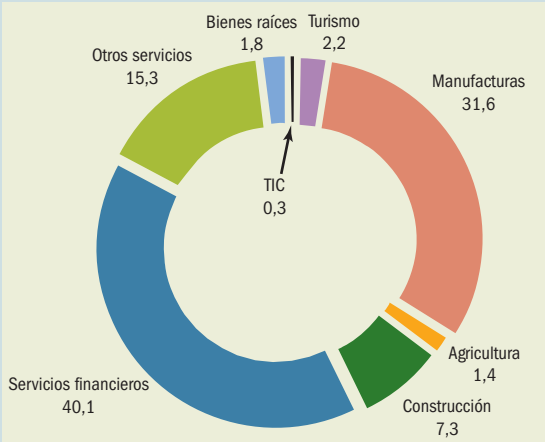
Pero en este período no solo se destacó el aumento del volumen de IED, también cambió el patrón de las inversiones del Golfo y su diversificación hacia economías vecinas (véase el gráfico). En los años setenta y ochenta, las inversiones del Golfo se concentraban más en el desarrollo inmobiliario y el sector de hidrocarburos. Los mayores ingresos petroleros han permitido a los gobiernos del CCG diversificar sus economías a fin de no depender tanto de los hidrocarburos, y adoptar una estrategia más amplia de inversión en infraestructura y participaciones en empresas de mercados desarrollados y emergentes. No obstante, aún con la diversificación, la industria de hidrocarburos produce más del 80% de los ingresos totales del gobierno, y la participación de los hidrocarburos en el PIB de los países del CCG en realidad ha aumentado, del 36% en 2002 a casi el 50% en 2007. En la actualidad, las inversiones del Golfo en Egipto, mediante sociedades con empresas con base en países industrializados y con experiencia operativa en países del CCG, han trascendido sus ámbitos tradicionales y ahora incluyen manufacturas, agricultura orgánica, informática y comunicaciones, servicios financieros y logística.

Por otro lado, algunos vecinos se han beneficiado de la inversión de cartera en empresas inscritas en bolsa. Los inversionis-

Nuevos horizontes

Las inversiones de los países del Golfo en Egipto ya no se limitan a bienes raíces e hidrocarburos sino que incluyen también servicios financieros, tecnología de la información y comunicaciones (TIC) y servicios.

(Inversión extranjera directa no petrolera en Egipto, 2007-08, porcentaje del total)



Fuente: Balance of Payments Statistics, informes trimestrales del Banco Central de Egipto (ejercicio 2007-08).

tas extranjeros representan casi un tercio de la capitalización del mercado en Egipto y Marruecos, y cerca de la mitad de la Bolsa de Amman (Jordania). Se estima que casi la mitad de las tenencias extranjeras de Egipto y tres cuartos de las de Jordania corresponden a inversionistas árabes.

La región es vulnerable a fluctuaciones de los precios de la energía, y el efecto es mayor cuando se consideran los riesgos geopolíticos de la región. A estos problemas también se suman la inflación y la apreciación de las monedas de las economías del CCG. No obstante, los escenarios del precio del petróleo parecen indicar que la riqueza de los países del Golfo crecerá mucho en los próximos 10 años. Incluso con petróleo a US\$50 el barril, un precio que parece menor que el precio probable a largo plazo, los países del CCG podrían acumular aproximadamente US\$5 billones para 2020: 2,5 veces los ingresos de los últimos 15 años (McKinsey & Co., 2008). Esta riqueza, bien manejada, les permitirá continuar sus estrategias de desarrollo beneficiando a sus vecinos. ■

Mahmoud Mohieldin es Ministro de Inversiones de la República Árabe de Egipto.

Referencias:

Instituto de Finanzas Internacionales, 2008, Economic and Capital Flow Database (octubre).
International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008, “Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices”, Santiago Principles Report, pág. 2.
McKinsey & Company, 2008, “Investing the Gulf’s oil profits windfall”, The McKinsey Quarterly (mayo), pág. 6.

Principales inversionistas				
Los fondos soberanos de inversión correspondientes a los Estados del Consejo de Cooperación del Golfo representan más del 40% de los activos de dichos fondos.				
País	Fondo	Activos (miles de millones de dólares)	Creación	Puesto
Emiratos Árabes Unidos (EAU)	Organismo de inversiones de Abu Dhabi	875	1976	1
Arabia Saudita	Tenencias extranjeras de SAMIA	365,2	1990	3
Kuwait	Organismo de inversiones de Kuwait	264,4	1953	6
Qatar	Organismo de inversiones de Qatar	60	2003	12
EAU - Abu Dhabi	Empresa de desarrollo Mubadala	10	2002	29
Bahrein	Sociedad holding Mumtalakat	10	2006	30
Arabia Saudita	Fondo de inversión pública	5,3	2008	32
Omán	Fondo de reservas generales del Estado	2,0	1980	39
EAU - Ras Al Khaimah	Organismo de inversiones RAK	1,2	2005	40
Activos de los FSI del Consejo de Cooperación del Golfo		1.593,1		
Porcentaje del total de activos de los FSI del mundo				41,6
Fuente: Sovereign Wealth Fund Institute, agosto de 2008.				
Nota: Los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Qatar y Bahrein son países miembros del Grupo Internacional de Fondos Soberanos de Inversión, en tanto que Arabia Saudita y Omán son observadores permanentes.				

Nigeria trata de reivindicarse

Las ganancias extraordinarias del petróleo se transforman en una bendición

Ngozi Okonjo-Iweala

NIGERIA derrochó las ganancias extraordinarias del petróleo de los años setenta, tras lo cual registró tres décadas de estancamiento económico y un deterioro de las instituciones públicas en un marco de políticas fiscales y macroeconómicas deficientes, corrupción y mal gobierno. Por añadidura, en ese entonces pocos países (y economistas) entendían bien lo difícil que es administrar las ganancias extraordinarias del petróleo. El reciente auge petrolero le ofrece a Nigeria una oportunidad para transformar la “maldición del petróleo” en una bendición. Se debe aprender de los errores del pasado, y ya no se puede aducir falta de experiencia. Se han aplicado reformas fundamentales para abordar el auge actual, pero es crucial —para Nigeria y el resto de África— que estas se mantengan.

En abril de 2006, Nigeria pagó la última cuota de los US\$30.000 millones que adeudaba a los acreedores oficiales del Club de París, monto que representaba más del 85% de su deuda externa. Como parte del acuerdo, el país además saldó de inmediato US\$6.000 millones correspondientes a atrasos, y el resto se reestructuró según las condiciones de Nápoles (condiciones concesionarias para reestructurar deuda externa de países pobres frente al Club de París), lo que condujo a una cancelación de US\$18.000 millones. Si bien este es un triunfo importante, resulta irónico que un país con amplias reservas petroleras haya tenido que escapar del sobreendeudamiento.

¿Cómo se produjo esta situación? ¿Qué enseñanzas pueden extraer de esta experiencia otros países exportadores de petróleo en desarrollo? Este es el momento oportuno para formularse estas interrogantes, pues el rápido aumento de los precios del petróleo en los últimos años ofrece a esos países —especialmente los que desperdiciaron las bonanzas de 1973–74 y 1979–80— una oportunidad excepcional de reivindicación.

El sobreendeudamiento

Los aumentos de precios instrumentados por la OPEC en 1973–74 y 1979–80 produjeron enormes ganancias extraordinarias para Nigeria (US\$300.000 millones entre 1970 y 2001), pero

también una fuerte apreciación del tipo de cambio real (del 55% entre 1974 y 1980). En 1982, el país sufrió un doble revés: la caída de los precios y un gran aumento de las tasas de interés. En consecuencia, la inflación subió, el país se vio ante una posible reprogramación de la deuda y el gobierno optó por restringir las divisas mediante licencias de importación.

En vista de ello, la moneda nacional, que estaba vinculada al dólar estadounidense, se devaluó en un 36% entre 1980 y 1984. Pero la inflación fue mucho más elevada, y el exceso de demanda de divisas se controló mediante una concesión más restrictiva de licencias, lo cual aumentó la prima del mercado negro de divisas. En septiembre de 1986, el naira se dejó flotar. Para entonces era urgente reprogramar la deuda y obtener financiamiento externo. La flotación fue la piedra angular de un programa de reforma basado en incentivos de mercado, liberalización de precios y eliminación de las licencias de importación y los consejos de comercialización de productos. No obstante, la deuda externa siguió creciendo debido al efecto acumulativo de los pagos atrasados e intereses punitivos, más que al nuevo endeudamiento

Planta de gas natural junto a la aldea de Finima en Nigeria.

Recuadro 1

El sobreendeudamiento externo

A fines de 1983, la deuda externa pendiente y desembolsada total de Nigeria era de US\$12.000 millones. A partir de un cálculo prudente de las reservas comprobadas e incluyendo los costos de extracción —y una coparticipación adecuada de ingresos con el sector privado— se estimó que la parte del patrimonio petrolero correspondiente al sector público era de US\$75.000 millones, incluso con los bajos precios de 1985 (Pinto, 1987). No obstante, en 1985–86 surgieron dificultades para reestructurar la exigua suma de US\$2.000 millones en crédito comercial asegurado, y los acreedores insistieron en la adopción de un programa respaldado por el FMI.

Esta dificultad para reprogramar la deuda se debe, primero, a que dado que los empréstitos externos de Nigeria estaban de hecho garantizados por su petróleo, la reducción de los precios produjo inquietud entre los acreedores. Segundo, dados el poder económico del petróleo a mediados de esa década y las graves fallas institucionales y de política, los acreedores no estaban dispuestos a reestructurar la deuda sin un programa respaldado por el FMI. El país sufría un “déficit de credibilidad” y no podía atraer financiamiento externo, incluso para inversiones con alta tasa potencial de rendimiento: se había creado una clásica situación de sobreendeudamiento.



desde mediados de los años ochenta. Además de este desequilibrio macroeconómico, poco se avanzó en materia de desarrollo económico y reducción de la pobreza.

Todo ello fue resultado de una gestión inadecuada del auge petrolero de los años setenta y demuestra que incluso un período breve de mala gestión puede repercutir por décadas. Las autoridades se concentraron en evitar un deterioro del sector de bienes comerciados no petroleros (el

“mal holandés”), especialmente en los sectores agrícola y manufacturero, pero tardaron mucho en reconocer el grave daño económico causado por la corrupción y el mal gobierno, a saber: el sobreendeudamiento (recuadro 1), un prolongado estancamiento económico y el deterioro de las instituciones públicas.

Una nueva oportunidad

Tras las elecciones de 1999, el gobierno de Olusegun Obasanjo se concentró en la estabilidad política y la corrupción. Durante el segundo mandato de Obasanjo (2003–07) se aplicó un amplio programa económico y de lucha contra la corrupción centrado en la reforma fiscal, estructural, institucional y administrativa. También se procuró realzar la transparencia mediante la adopción de la Iniciativa para la Transparencia de las Industrias Extractivas (ITIE, recuadro 2) y el procesamiento de funcionarios corruptos. Esta decisión de cambiar el curso de la economía coincidió con el aumento de los precios del petróleo, lo cual permitió escapar de la trampa de los recursos naturales.

En el frente macroeconómico, el principal reto fue reducir la volatilidad, desvinculando el gasto público de los ingresos corrientes del petróleo. Esto se logró en 2004 mediante la adopción de una “regla fiscal basada en el precio del petróleo”, cuyo objetivo era restringir el gasto mediante el traspaso de los ingresos del petróleo al presupuesto de acuerdo con un precio de referencia y con un tope para el déficit no petrolero. Esa regla fiscal adquirió carácter de ley luego de que el Presidente Umaru Yar’Adua firmase la Ley de Responsabilidad Fiscal en noviembre de 2007.

Para mejorar la transparencia y luchar contra la corrupción, el gobierno adoptó un enfoque en dos flancos:

- Incluyó medidas contra la corrupción en un amplio programa de reforma económica.
- Efectuó diagnósticos de las áreas específicas en que la corrupción estaba menoscabando el rendimiento del sector público y el crecimiento.

Por ejemplo, para combatir la corrupción, el gobierno reexaminó el sistema de adquisiciones del sector público e instituyó un “mecanismo de debido proceso” para los contratos públicos.

La adopción de una regla fiscal basada en el precio del petróleo y de la ITIE pone de relieve el firme propósito de romper con el pasado mediante la lucha contra la corrupción y la

mejora de la gestión de gobierno. La decisión de dar a conocer los ingresos provenientes de *todas* las fuentes —no solo del sector del petróleo— en *todos* los niveles del sector público tuvo carácter revolucionario. El consiguiente aumento de la credibilidad facilitó la condonación de la deuda frente al Club de París y mejoró la imagen del país entre los inversionistas. En 2007, Standard & Poor’s y Fitch Ratings asignaron a Nigeria una calificación de deuda soberana de BB, la misma que a Indonesia, Turquía, Ucrania, Venezuela y Vietnam. Esto propició un apreciable aumento de la inversión extranjera directa en los sectores petrolero (unos US\$6.000 millones al año) y no petrolero (alrededor de US\$3.000 millones anuales).

El actual auge petrolero permitió eliminar el sobreendeudamiento al suministrar liquidez, pero no bastaba. Indudablemente, si no se hubiera aprovechado la experiencia de los años setenta, se habría dejado pasar esta nueva oportunidad. Los elevados precios del petróleo, un mejor gobierno, el nuevo liderazgo político y el mejoramiento de la gestión fiscal resultaron cruciales. El gran desafío ahora es mantener el buen ritmo de las reformas (véase el gráfico).

Enseñanzas adquiridas

La principal enseñanza de los años setenta es que una gestión deficiente de las ganancias extraordinarias del petróleo —incluso si se perciben por un período relativamente breve— puede perjudicar no solo a las generaciones actuales, sino a las futuras. Para evitar esto deben tomarse en cuenta las dos principales características de petróleo: su carácter no renovable y la volatilidad de sus precios. En la mayoría de los países en desarrollo, el Estado es el primero que devenga los ingresos del petróleo. El nivel y composición del gasto público y sus vínculos con los ingresos petroleros corrientes son esenciales para la diversificación económica, la solvencia y el crecimiento a largo plazo. Por tanto, las medidas fundamentales de política económica se centran en la política fiscal. Desde 2004, Nigeria ha encarado este problema con su regla fiscal basada en el precio del petróleo, que rompe el vínculo entre el gasto público y los precios corrientes del petróleo. Esto ha amortiguado la transmisión de la

Recuadro 2

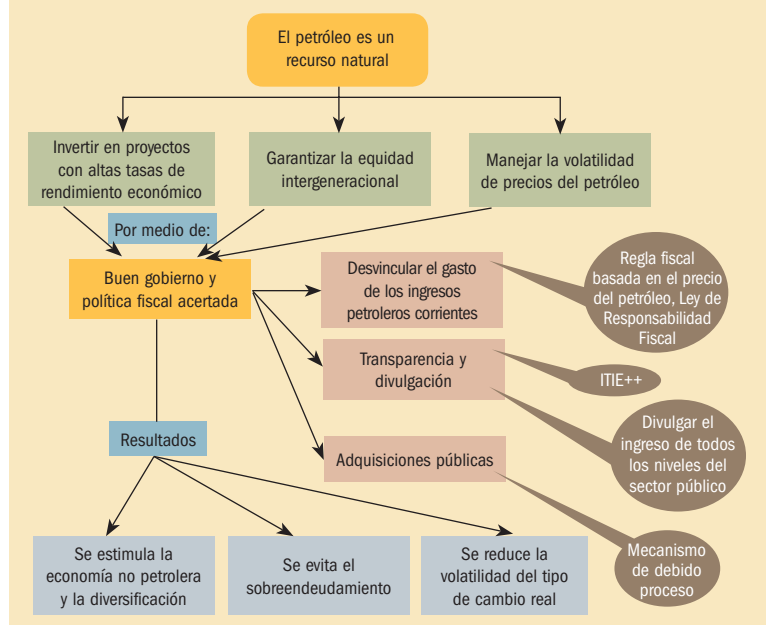
La Iniciativa para la Transparencia de las Industrias Extractivas (ITIE)

La ITIE, dada a conocer en la Cumbre Mundial sobre Desarrollo Sostenible de Johannesburgo en 2002, es un programa voluntario de normas destinadas a promover la transparencia de los ingresos y la rendición de cuentas en los países ricos en recursos naturales. En el marco de la ITIE, las empresas deben dar a conocer los pagos que efectúan y los gobiernos deben divulgar los ingresos del petróleo, del gas y de la minería.

Nigeria fue uno de los primeros países que adoptó este programa al aprobar el Proyecto de Ley sobre la ITIE en mayo de 2007. El país ha trascendido los requisitos básicos y efectuado auditorías financieras, físicas y de procedimiento en el sector petrolero para el período de 1999–2004. Esta labor recibió una calificación de ITIE++, y la iniciativa se está ampliando a otros países con ayuda del Banco Mundial y otros socios.

Gestión de los ingresos del petróleo

Una política fiscal acertada y el buen gobierno son aspectos fundamentales de la gestión de las recientes ganancias petroleras extraordinarias de Nigeria.



volatilidad de precios al resto de la economía al limitar la apreciación y volatilidad del tipo de cambio real.

Si bien ayuda a mantener una parte de las ganancias extraordinarias del petróleo, esta regla fiscal no basta, pues los ingresos del crudo se obtienen mediante el agotamiento de un activo (reservas petroleras). Por tanto, el gobierno debe asegurarse también de que la tasa de rentabilidad del gasto público sea al menos tan alta como la rentabilidad de una cartera diversificada de activos financieros. Esto hace necesario seleccionar cuidadosamente los proyectos de inversión pública y alterar la composición del gasto.

Nigeria está aumentando la tasa de rentabilidad del gasto público gracias al mecanismo de debido proceso, que promueve la licitación pública para los contratos del Estado. También se necesita un sistema eficiente de análisis de costo-beneficio de la inversión pública. La recompra de la deuda frente al Club de París en 2005–06 fue una inversión con alta tasa de rendimiento que no solo redujo los costos del servicio de la deuda sino que también mejoró el clima para la inversión y el crecimiento, al eliminar el sobreendeudamiento externo y fortalecer la solvencia.

Puesto que el petróleo es un recurso natural agotable, las utilidades deberían compartirse con las generaciones futuras, lo cual puede hacerse legándoles una economía robusta y diversificada con bajos niveles de endeudamiento. Nigeria ha dado los primeros pasos en esa dirección. También debe ahorrarse una parte de las ganancias extraordinarias e invertirse en proyectos de salud y educación de larga gestación. No obstante, a pesar del progreso real logrado en los últimos años, Nigeria sigue dependiendo considerablemente del petróleo. En 2007 —en el marco de un ingente incremento de los precios— la parte relativa al petróleo y al gas en las exportaciones superó el 95%, y aún corresponden al 85%

del ingreso público y al 52% del PIB. Sin embargo, a pesar del auge y de la abundancia de recursos, casi el 54% de la población vive con menos de US\$1 al día. Evidentemente, queda mucho por hacer para diversificar la economía, impulsar el programa de desarrollo y reducir la pobreza.

Si bien el actual auge petrolero ha brindado los medios para eliminar el sobreendeudamiento e, incluso, para acumular reservas, las autoridades no deben confiar demasiado en un incremento continuo de los precios. Esto se manifiesta en la reciente caída de los precios asociada con la propagación de la crisis financiera y una posible recesión mundial. Las condiciones pueden cambiar rápida y radicalmente, como ocurrió a comienzos de los años ochenta. Las amargas experiencias del pasado no dejan lugar a dudas: los países en desarrollo con abundantes recursos petroleros deben adoptar precios de referencia prudentes, anticipando la volatilidad y el riesgo de un deterioro de la situación.

La segunda enseñanza valiosa recogida en Nigeria es que las medidas correctivas deben trascender la política económica para abarcar la gestión y la transparencia. Una política fiscal acertada resulta esencial, pero es igualmente importante garantizar que el país reciba una parte equitativa

de los ingresos del petróleo y que este se extraiga de la manera más eficaz y transparente posible. Nigeria se ha puesto a la cabeza al obtener una calificación ITIE++ y divulgar el ingreso de todos los niveles del sector público.

En el país se ha iniciado un programa a gran escala para promover el crecimiento y maximizar el bienestar de toda la población. El reciente auge petrolero ha suministrado los medios para corregir el daño causado por el derroche de los años setenta. Esa oportunidad no debe dejarse pasar. ■

Ngozi Okonjo-Iweala es Directora Gerente del Banco Mundial. Entre 2003 y 2006 fue Ministra de Hacienda de Nigeria. Este artículo se basa en una conferencia que dictó en Yakarta, Indonesia, el 30 de enero de 2008. Brian Pinto y Mona Prasad, funcionarios del Banco Mundial, colaboraron en la preparación del artículo.

Lecturas recomendadas:

Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta, Romain Ranciere y Kenneth Rogoff, 2006, "Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development", NBER Working Paper No. 12117 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Banco Mundial, 2007, Country Brief on Nigeria (noviembre).

Budina, Nina, Gaobo Pang y Sweder van Wijnbergen, 2007, "Nigeria's Growth Record—Dutch Disease or Debt Overhang?", World Bank Policy Research Working Paper No. 4256 (Washington: Banco Mundial).

Okonjo-Iweala, Ngozi, y Philip Osafo-Kwaako, 2007, "Nigeria's Economic Reforms: Progress and Challenges", Brookings Global Economy and Development Working Paper No. 6 (Washington: Brookings Institution).

Pinto, Brian, 1987, "Nigeria During and After the Oil Boom: A Policy Comparison with Indonesia", The World Bank Economic Review, vol. 1, No. 3, págs. 419–45.

Geografía económica de la integración regional

Bien entendida, la integración regional ayuda a los países en desarrollo a conectarse con los mercados mundiales



Un barco de contenedores cerca de las costas de Brasil.

Uwe Deichmann e Indermit Gill

ANTE el futuro incierto de la Ronda Doha, se ha observado un importante aumento de los acuerdos bilaterales y regionales de libre comercio. Esto ha reavivado un debate de larga data entre quienes promueven acuerdos mundiales de libre comercio y quienes favorecen enfoques regionales. Pero en muchos sentidos este ha sido un debate estéril, en especial para los países más pequeños del mundo, pobres y con menos ventajas geográficas, como los de África y de Asia central.

Esto obedece, en primer lugar, a una mala interpretación de la diferencia entre los acuerdos de comercio y los mecanismos más generales de integración. La integración regional incluye muchos pasos que aumentan la competitividad de los países que participan, no solo acceso preferencial. En segundo lugar, este debate normalmente implica una falsa disyuntiva entre integración regional o mundial, cuando se necesitan ambas, pues persiguen objetivos distintos. La integración regional ayuda a países pequeños y alejados a aumentar la escala de su capacidad de suministro en redes regionales de producción, lo que a su vez les da acceso a los mercados mundiales.

Para comprender la importancia de estas distinciones en materia de política económica, en el *Informe sobre el desarrollo mundial 2009* del Banco Mundial, titulado “Una nueva geografía económica”, se analiza la evolución del comercio a través de la geografía económica (recuadro). El desarrollo va acompañado de transformaciones sectoriales, desde el sector agrícola hasta el industrial y de servicios. El *Informe* sostiene que los países en desarrollo también deben emprender transformaciones espaciales, es decir, permitir una distribución geográfica de las actividades económicas entre países y dentro de cada país. Un elemento esencial en estas transformaciones es la integración regional. Para que las estrategias de integración regional sean eficaces deben adecuarse a la geografía económica (sobre todo al tamaño, la ubicación y la apertura a la interacción con otros mercados importantes) de cada parte del mundo.

Las consecuencias inesperadas de la disminución de los costos de transporte durante el siglo XX ejemplifican el papel de la geografía económica en el desarrollo internacional. En 1910, las exportaciones del Reino Unido se distribuyeron de manera uniforme entre Europa, Asia y otras regiones. Pero en los años noventa, el 60% de las exportaciones británicas estaban destinadas a Europa y solo el 11% a Asia. La teoría económica tradicional sostenía que al mejorar y abaratar el transporte, el comercio con lugares alejados aumentaría. Sin embargo, el comercio se incrementó entre países vecinos.

Las perspectivas de la nueva geografía económica y de la teoría del comercio internacional, por las que Paul Krugman recibió el

Transformaciones geográficas

A las naciones les va bien cuando promueven transformaciones en las dimensiones de la geografía económica: mayores densidades a medida que crecen las ciudades, menores distancias de traslado a medida que los trabajadores y empresas migran hacia áreas más densamente pobladas, y menos divisiones a medida que los países achican las fronteras económicas e ingresan en los mercados mundiales para aprovechar la escala y el comercio de productos especializados. El *Informe sobre el desarrollo mundial* concluye que debe alentarse la transformación en estas tres dimensiones esenciales: densidad, distancia y división.

Pero estas transformaciones generan un crecimiento desequilibrado. Mil millones de personas viven actualmente en asentamientos precarios, pero la migración hacia las ciudades continúa. Otro tanto vive en áreas rezagadas de naciones en desarrollo, lejos de los muchos beneficios de la globalización. Y la pobreza y el alto índice de mortalidad persisten entre los mil millones atrapados “debajo”, sin acceso a los mercados mundiales, mientras otros prosperan y su esperanza de vida aumenta. La preocupación por estos tres mil millones justifica la exigencia de un crecimiento con más equilibrio espacial.

Sin embargo, aunque el crecimiento económico sea desequilibrado, el desarrollo puede resultar inclusivo. Aun quienes comienzan sus vidas lejos de las zonas de gran densidad económica pueden beneficiarse de la creciente concentración de riqueza. Para que el crecimiento sea rápido y compartido, los gobiernos deben promover la integración económica en todos los niveles geográficos mediante una combinación adecuada de instrumentos, instituciones ciegas a las diferencias espaciales, infraestructura de conexión espacial e incentivos dirigidos a áreas espaciales específicas.

premio Nobel de economía en 2008, arrojan luz sobre este enigma. La primera ola de globalización en el siglo XIX incrementó el comercio en base a las ventajas comparativas. Los países intercambiaban aquello que no podían producir. Así pues, Europa vendía maquinaria y compraba bananas a América Central y especias a Asia meridional. Pero en el siglo XX, los costos de transporte descendieron a un punto tal que incluso el comercio de bienes similares o de partes o componentes tenía lógica económica. Así, los países intercambiaron distintos tipos de cerveza o negociaron partes de automóviles y computadoras. Esto favoreció el comercio entre países con análogas dotaciones de recursos y proximidad geográfica. La interacción entre los costos más bajos de transporte y la naturaleza cambiante del comercio ha generado la concentración de una masa económica en los principales mercados del mundo.

Más allá de la carreta

Desde finales de la segunda guerra mundial, los costos de transporte han descendido considerablemente. Según algunas estimaciones, hoy son la mitad de lo que eran en 1970. Y la fricción (proporción de los costos del transporte en el valor total de los bienes transportados) ha disminuido aún más al aumentar la relación valor-peso. En los medios de transporte en que no disminuyeron tanto los costos y la fricción, la calidad y celeridad han mejorado enormemente.

Cuando los costos de transporte disminuyeron, las empresas aumentaron su escala y especialización. El motor fundamen-

tal, y principal determinante del crecimiento, en las regiones en desarrollo es el comercio dentro de la misma industria, principalmente de partes y componentes. Este tipo de comercio es más sensible a los costos de transporte que el comercio de bienes primarios y productos finales. En los mercados más grandes del mundo el comercio dentro de una misma industria constituye una porción importante y cada vez mayor del comercio total (gráfico). Las redes cada vez más sofisticadas de comprador-proveedor en las principales regiones del mundo han sido la característica principal de la globalización. Los clientes de productos finales pueden estar en cualquier lado, pero los proveedores de materias primas normalmente se encuentran cerca. El aumento de la especialización genera más comercio, y brinda oportunidades incluso a algunas economías pequeñas. Por ejemplo, Camboya quizá no esté en condiciones de fabricar computadoras o automóviles, pero puede fabricar los cables o alambres que se utilizan en las líneas de montaje en China. Mediante esta “desagregación vertical” de la producción, el crecimiento y la prosperidad se han expandido a las regiones en desarrollo.

La experiencia reciente de Asia oriental es atribuible a la especialización tras la caída de los costos de transporte; sin embargo, esto mismo no ha sucedido en otras partes del mundo. Particularmente en África, los países son demasiado pequeños como para generar escala y capacidad suficientes y atraer inversión productiva en manufactura con uso intensivo de mano de obra. En estas regiones persisten las grandes divisiones entre países. Las fronteras son mucho menos permeables en África que en Europa occidental. Estas divisiones impiden una interacción provechosa y la mancomunación de recursos que permiten el surgimiento de centros de crecimiento regional, por ejemplo, en zonas costeras favorables. En consecuencia, el contagio del crecimiento es casi inexistente en lugares como África. Si en Suiza los efectos de países vecinos hubiesen sido tan insignificantes como en la República Centroafricana entre 1970 y 2000, su PIB hubiese perdido US\$334.000 millones. El crecimiento de Camboya podría haber sido mucho menor si el país hubiese estado situado en África oriental en lugar de estarlo en Asia oriental.

Estrechando lazos de amistad

¿Cómo pueden países pobres, pequeños y alejados beneficiarse de las mismas fuerzas que han transformado a la región de Asia oriental? Individualmente, la mayoría de los países de regiones rezagadas carece de la cantidad necesaria de trabajadores calificados, la capacidad financiera local y la habilidad para sostener grupos de proveedores y servicios complementarios. El objetivo consiste en impulsar la capacidad de suministro de países de una región proveyendo bienes públicos regionales y sacando provecho de la especialización.

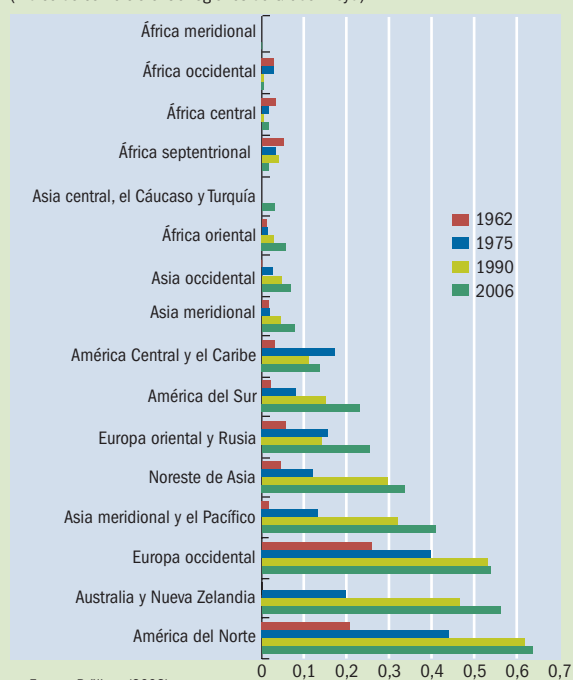
La integración incluye una serie de pasos que pueden adoptarse hacia una integración mundial plena, desde inversión regional en infraestructura hasta la liberalización de mercados laborales en la región. Pueden identificarse tres principios.

Comenzar poco a poco. La integración regional puede inicialmente abordar áreas limitadas de cooperación en las que los costos y beneficios están claramente definidos. Lo que es hoy la Unión Europea comenzó como un acuerdo sobre el comercio de carbón y acero en seis países.

Concentración del comercio

El comercio dentro de cada industria es más elevado en los países desarrollados, pero prácticamente nulo en África, Asia central, el Cáucaso y Turquía.

(Índice de comercio entre regiones de Grubel-Lloyd)



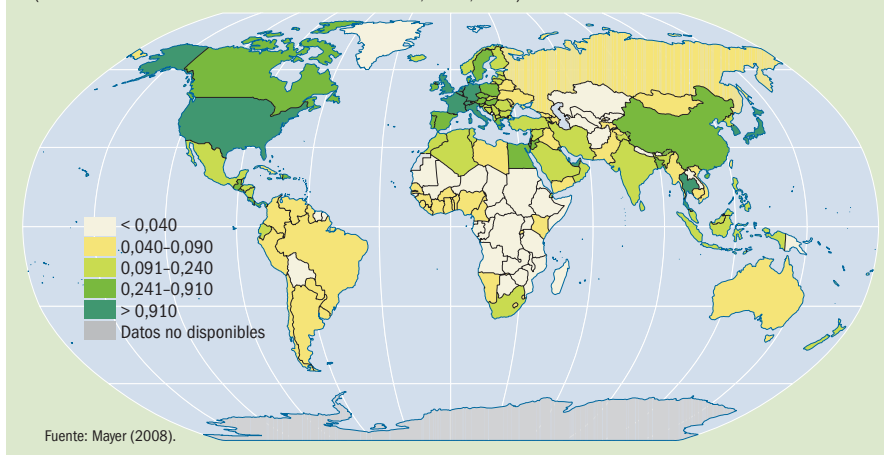
Fuente: Brühlhart (2008).

Nota: El índice Grubel-Lloyd es la fracción del comercio total representada por el comercio dentro de una misma industria. Los datos de África meridional, Asia central, el Cáucaso y Turquía, y Australia y Nueva Zelanda están incompletos o no se encuentran disponibles.

El club de países

La proximidad a zonas prósperas incide en las perspectivas de desarrollo.

(Acceso real al mercado en relación con Estados Unidos, índice, 2003)



Tener una mentalidad global. La integración regional no debe crear islas. Debe ayudar a los países a acceder a los mercados mundiales a los que no tendrían acceso por su propia cuenta. Los países más grandes pueden escoger entre la integración mundial unilateral y la integración regional. Pero los países más pequeños y pobres, o los países sin salida al mar, necesitan lo uno para lograr lo otro.

Compensar a los menos favorecidos. La concentración de la actividad económica, producto de la integración regional en la que las firmas se especializan y aumentan la escala de producción en pocos lugares, es una faceta inevitable y, de hecho, deseable del proceso de desarrollo. Pero implica que algunas áreas tengan más beneficios que otras, al menos en un comienzo. A medida que las personas migran hacia las regiones más importantes, los beneficios se distribuyen mediante el envío de remesas a sus países de origen. No obstante, también puede ser necesario instaurar programas de compensación explícita para asegurar el acceso a servicios sociales e infraestructura básica en áreas de menor desarrollo. Los flujos de asistencia cumplirán un papel clave a la hora de compensar a las economías más rezagadas, pero también deben hacerlo las iniciativas a nivel local. En 2000, la Unión Económica y Monetaria del África Occidental adoptó un arancel externo común con coparticipación de ingresos tributarios. Los dos países más ricos, Côte d'Ivoire y Senegal, recaudaron el 60% de los ingresos por derechos aduaneros pero conservaron únicamente el 12%.

Ganadores sin fronteras

Las estrategias de integración regional efectiva no son uniformes en todas las regiones del mundo. La geografía configura las perspectivas de desarrollo y sugiere los tipos de instrumentos necesarios. El problema común es la división: las fuertes fronteras económicas. La diferencia radica en la densidad económica dentro de la región y la distancia que la separa de los principales mercados mundiales (véase el mapa).

Regiones cercanas a los principales mercados mundiales. Los países ubicados en regiones cercanas a los mercados mundiales, tales como América Central y el Caribe, el Norte de África y Europa oriental, tienen una integración relativamente fácil. Las instituciones comunes pueden contribuir a que estos países pasen a ser la prolongación de mercados más grandes y sofisticados.

Regiones alejadas de los mercados mundiales con grandes economías.

Los países que se encuentran en regiones alejadas de los principales mercados del mundo pero tienen grandes mercados internos, como China, India, Sudáfrica y Brasil, son atractivos para los inversionistas de todo el mundo. Contar con instituciones sanas e infraestructura regional puede ayudarlos a acceder a estos mercados. Ejemplos de tales regiones son Asia oriental y, cada vez más, el Asia meridional. En el caso de África meridional y América del Sur, también pueden integrarse al mundo si amplían sus mercados locales y se especializan mediante instituciones e infraestructura regionales.

Regiones con pequeños países alejados de los mercados mundiales. La integración internacional es mucho más difícil para los países en regiones divididas, alejadas y sin la densidad económica de una fuerte economía local. Se trata de las regiones que Collier (2007) denomina "los mil millones de abajo", y están formadas por África oriental, occidental y central, Asia central y las islas del Pacífico. Para estas regiones se precisan los tres instrumentos: instituciones regionales que contribuyan a eliminar las barreras fronterizas, infraestructura regional que conecte a los países, e incentivos, tales como acceso preferencial a los mercados del mundo con liberalización de las reglas de origen, más ayuda para servicios sociales en países rezagados que generen destrezas, y un mayor apoyo para infraestructura en países costeros, que permita mejorar el acceso a los mercados. Los incentivos podrían ser condicionales, y depender de que todos los países realicen esfuerzos para fortalecer la cooperación regional.

Una mejor comprensión de la geografía económica del desarrollo puede ayudar a diseñar respuestas calibradas para hacer frente a los retos que presenta la integración regional. ■

Uwe Deichmann encabeza el Equipo de Análisis Especial del Grupo de Investigaciones sobre Desarrollo, e Indermit Gill es Economista Jefa de la Región de Europa y Asia Central del Banco Mundial. Gill lideró el equipo que preparó el Informe sobre el desarrollo mundial 2009.

Referencias:

Banco Mundial, 2008, Informe sobre el desarrollo mundial (Washington).

Brühlhart, Marius, 2008, "An Account of Global Intra-Industry Trade, 1962-2006", estudio de referencia preparado para el informe WDR 2009; <http://econ.worldbank.org/wdr>.

Collier, Paul, 2007, The Bottom Billion: Why the Poorest Countries Are Failing and What Can Be Done About It (Nueva York: Oxford University Press).

Krugman, Paul, 2007, "The 'New' Economic Geography: Where Are We?", en Regional Integration in East Asia, Masahisa Fujita, compilador (Nueva York: Palgrave Macmillan).

Mayer, Thierry, 2008, "Market Potential and Development", estudio de referencia preparado para el informe WDR 2009; <http://econ.worldbank.org/wdr>.



¿Qué es el producto interno bruto?

Tim Callen

MUCHAS profesiones usan siglas. Para el genetista, el comerciante y el mecánico, las letras ADN (ácido desoxirribonucleico), IVA (impuesto sobre el valor agregado) y rpm (revoluciones por minuto) hablan por sí solas. Pero para los demás son un obstáculo a la comprensión si no están explicadas.

Los economistas también usan siglas, y muchas. Una de las más corrientes es PIB, el producto interno bruto (o PBI, producto bruto interno, en algunos países). Muchas veces las encontramos en el periódico, el noticiero o informes del gobierno, el banco central o el sector privado. Es un punto de referencia muy común para hablar de la salud de la economía nacional y mundial. Los trabajadores y las empresas en general están mejor cuando crece —especialmente si la inflación no está causando problemas— que cuando no.

Cómo se mide el PIB

El PIB mide el valor monetario de los bienes y servicios finales —es decir, los que adquiere el consumidor final— producidos por un país en un período determinado (por ejemplo, un trimestre o un año), y cuenta todo el producto generado dentro de las fronteras. Abarca los bienes y servicios producidos para la venta en el mercado, pero incluye también otros, como los servicios de defensa y educación suministrados por el gobierno. Un concepto parecido, el PNB o producto nacional bruto, comprende todo lo producido por los residentes de un país. Por lo tanto, si una empresa de propiedad alemana tiene una fábrica en Estados Unidos, su producción forma parte del PIB estadounidense, pero del PNB alemán.

No todas las actividades productivas están reflejadas en el PIB. Por ejemplo, el trabajo no remunerado (ya sean tareas domésticas o la labor de voluntarios) y las operaciones del mercado negro están excluidas porque son difíciles de medir y valorar correctamente. Eso significa que un panadero contribuye al PIB cuando elabora un pan para un cliente, pero no cuando lo hornea para su familia.

El producto interno “bruto” tampoco tiene en cuenta el desgaste de las maquinarias, los edificios y demás factores que intervienen en la producción. Cuando descontamos ese desgaste —un paso que se denomina “depreciación”— del PIB, obtenemos el producto interno neto.

En teoría, el PIB se puede abordar desde tres ángulos:

- El **enfoque de la producción** suma el “valor agregado” en cada etapa de producción. Ese valor agregado se define como el total de ventas menos el valor de los insumos intermedios utilizados en la producción. Por ejemplo, la harina es un insumo intermedio y el pan es el producto final; los servicios del arquitecto son un insumo intermedio y el edificio es el producto final.

- El **enfoque del gasto** suma el valor de las adquisiciones realizadas por los usuarios finales; por ejemplo, el consumo de alimentos, televisores y servicios médicos por parte de los hogares; la inversión en maquinarias por parte de las empresas, y las adquisiciones de bienes y servicios por parte del gobierno y de extranjeros.

- El **enfoque del ingreso** suma los ingresos generados por la producción; por ejemplo, la remuneración que perciben los empleados y el superávit operativo de las empresas (que equivale aproximadamente a las ventas menos los costos).

El cálculo del PIB de un país suele estar a cargo del ente estadístico nacional, que recopila datos de un gran número de fuentes. La mayoría de los países se ciñe a normas internacionales establecidas; en el caso de la medición del PIB, se trata del *Sistema de Cuentas Nacionales 1993*, elaborado por el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, la Comisión Europea, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y las Naciones Unidas.

Qué es el PIB real

Una cosa que la gente quiere saber es si el total de bienes y servicios producidos por una economía está creciendo o disminuyendo. Pero como el PIB se calcula a precios nominales —o sea, corrientes—, no pueden compararse dos períodos haciendo caso omiso de la inflación. Para encon-

trar el PIB “real”, hay que tener en cuenta la variación de los precios; así se puede saber si el valor del producto aumentó porque la economía produce más o simplemente porque subieron los precios. Para hacer ese ajuste se utiliza una herramienta estadística conocida como deflactor del PIB.

El PIB es importante porque da información sobre el tamaño de la economía y su desempeño. La tasa de crecimiento del PIB real suele usarse como indicador del estado de salud general de la economía: en términos amplios, cuando el PIB real aumenta, la economía está funcionando bien. Cuando ese aumento es fuerte, hay probabilidades de que las empresas contraten más trabajadores y la gente tenga más dinero para gastar. En este momento está ocurriendo lo contrario. Después de años de crecimiento excepcionalmente vigoroso, muchas economías se están desacelerando y varios países industriales calculan que su PIB real bajó en los últimos trimestres. Pero el crecimiento del PIB real se mueve en ciclos a lo largo del tiempo. Las economías pasan por períodos de auge y luego de debilidad, o incluso de recesión (definida a veces como dos trimestres seguidos de disminución del producto). Estados Unidos, por ejemplo, vivió seis recesiones de distinta duración e intensidad entre 1950 y 2007 (véase el gráfico).

Cómo se compara el PIB de dos países

Dado que el PIB se mide en la moneda nacional, es necesario hacer un ajuste al comparar el valor del producto de dos países con distinta moneda. Lo que se acostumbra es convertir el valor de cada PIB a dólares de EE.UU.; esa conversión se basa en el tipo de cambio vigente en el mercado de divisas o en el tipo de cambio ajustado según la paridad del poder adquisitivo (PPA). Este último es el tipo de cambio que habría que aplicar al convertir una moneda a otra para poder comprar el mismo volumen de bienes y ser-

vicios en cada país (véase “Vuelta a lo esencial” en la edición de marzo de 2007 de *F&D*). En los países de mercados emergentes y en desarrollo hay una gran diferencia entre un tipo de cambio y otro; en la mayoría, la relación entre el tipo de cambio de mercado y el ajustado según la PPA es entre 2 y 4. Eso se debe a que los bienes y servicios no transables suelen ser más baratos en los países de bajo ingreso que en los de alto ingreso —un corte de cabello sale más caro en Nueva York que en Bishkek—, aun si el costo de fabricar bienes transables, como maquinaria, es el mismo. En las economías avanzadas, la diferencia entre los tipos de cambio es mucho menor. Todo esto significa que los países de mercados emergentes y en desarrollo tienen un PIB estimado en dólares más alto cuando se utiliza el tipo de cambio ajustado según la PPA.

El FMI publica una variedad de datos sobre el PIB en su sitio web (www.imf.org) y es una de las instituciones internacionales que elaboran indicadores mundiales y regionales del crecimiento del PIB real que permiten formarse una idea de la rapidez o la lentitud con que se están expandiendo la economía mundial o las economías de una determinada región. Los agregados se calculan como promedios ponderados del PIB de distintos países y las ponderaciones (basadas en tipos de cambio ajustados según la PPA) reflejan el porcentaje del PIB que corresponde a cada país dentro del grupo. Así, por ejemplo, en la última actualización de su informe *Perspectivas de la economía mundial*, el FMI proyecta que el PIB real mundial crecerá 2,2% en 2009, comparado con 3,7% este año y 5% en 2007. Se prevé, por primera vez desde la segunda guerra mundial, una contracción anual de las economías avanzadas.

Lo que no muestra el PIB

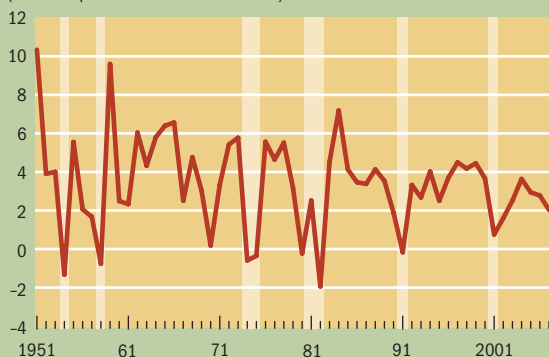
También es importante comprender qué es lo que el PIB no nos dice. No es un indicador del nivel de vida ni del bienestar general de un país. Aunque a menudo se usan las variaciones de la producción de bienes y servicios por persona —el PIB per cápita— para determinar si el ciudadano promedio de un país está mejor o peor, no se ven cosas que pueden ser importantes para el bienestar general. Por ejemplo, la producción puede aumentar destruyendo el medioambiente o acarrear otros costos externos como el ruido, o puede restar tiempo de ocio o agotar recursos naturales no renovables. La calidad de vida también puede depender de la distribución del PIB entre los residentes de un país, no solo del nivel global. Para tener en cuenta esos factores, las Naciones Unidas elaboran un Índice de Desarrollo Humano que clasifica los países no solo en base al PIB per cápita, sino también a otros factores como la esperanza de vida, la alfabetización y la matrícula escolar. También hay otros intentos por saldar algunas de las deficiencias del PIB, tales como el Indicador de Progreso Real y el Índice de Felicidad Nacional Bruta; pero estos tampoco han escapado a las críticas. ■

Tim Callen es Jefe de División en el Departamento del Oriente Medio y Asia Central del FMI.

Crecimiento y brechas

La producción económica estadounidense, medida en términos del producto interno bruto ajustado según la inflación, crece desde 1950, excepto durante seis recesiones que variaron en duración y gravedad.

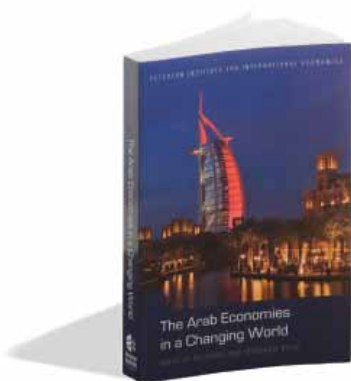
(Variación porcentual anual del PIB real)



Fuente: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

Nota: Las zonas sombreadas representan recesiones, es decir, períodos de disminución del producto. En Estados Unidos las recesiones las declara el National Bureau of Economic Research, una organización privada.

El promedio del mundo árabe cuestionado



Marcus Noland y Howard Pack

The Arab Economies in a Changing World

Peterson Institute for International Economics, Washington, 2007, 350 págs. US\$24,95 (rústica).

En *The Arab Economies in a Changing World*, Marcus Noland y Howard Pack examinan la evolución y las perspectivas económicas de 10 países árabes: Arabia Saudita, Argelia, Egipto, Jordania, Kuwait, Líbano, Marruecos, la República Árabe Siria, la República de Yemen y Túnez. Se presume que la homogeneidad de los países árabes permite comparar sus desempeños y perspectivas económicas. Después de haber escrito en 1976 un libro sobre la región que se extiende desde Marruecos hasta la República Islámica del Irán, puedo decir que la región árabe es poco homogénea. En 1997 lo corroboré en los seis países del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG). Estos países no presentaban la homogeneidad esperada (Arabia Saudita y Bahrein son escasamente comparables). Luego, en 2006, pensé que quizá los países exportadores de petróleo del Golfo Pérsico representaban el mejor indicador de homogeneidad, pero aun esto tiene sus limitaciones. Noland y Pack han llegado silenciosamente a la conclusión similar de que estos

países son demasiado disímiles para admitir generalizaciones nítidas.

Ideas fundamentales

Las principales conclusiones de este libro son: 1) si bien la mayoría de estos países ha avanzado mucho en sus indicadores sociales, sus resultados económicos han sido normales; 2) las causas de esos resultados varían; 3) las razones son las deficiencias institucionales (alto grado de corrupción, falta de integración transfronteriza, poca aplicación de tecnología e innovación, mejora de la educación y formación por debajo del promedio, etc.), gobiernos autoritarios, incertidumbre política y gran tamaño del sector público, y 4) en el caso de los países exportadores de petróleo, el crudo ha generado oportunidades y escollos especiales. En suma, los autores concluyen que no se cuestiona la magnitud de los logros alcanzados sino si los modelos económicos y políticos imperantes son adecuados para generar los empleos que impone la presión demográfica. “Casi seguramente la respuesta es no”, aseveran.

Si bien su análisis es reflexivo y muy significativo, me permito tener algunas discrepancias. Por ejemplo, en el libro no se le da la importancia justa a la participación de la mano de obra femenina en el desempleo futuro. También, debido a la diversidad de estos países, Noland y Pack pasan por alto que el desempeño de los países exportadores de petróleo del Golfo Pérsico entre 1975 y 2004 fue inferior al promedio.

Errores de omisión

Al evaluar las causas del desempeño económico promedio, los autores no subrayan el papel de los conflictos y las guerras. Iraq, Líbano, Kuwait, Argelia, Egipto, la República Árabe Siria y Jordania han pagado un alto precio y ciertos países del CCG sufrieron una parte.

Asimismo ignoran la influencia negativa de las potencias extranjeras, que han apoyado dictadores, ais-

lado países, sancionado, presionado la venta de armamento sofisticado, o sencillamente dividido para conquistar. Los autores dicen: “Debido a la naturaleza inusualmente arraigada y estable de los regímenes políticos árabes, este legado (o sea, el autoritarismo) parece haber sido mucho más

Si bien la mayoría de estos países ha avanzado mucho en sus indicadores sociales, sus resultados económicos han sido pasables.

persistente que en situaciones equivalentes de otras regiones”. Pero no dicen por qué. “Los aspectos cuestionados son fundamentalmente de naturaleza ‘interna’. En este caso, poco puede hacer la comunidad internacional”. La respuesta es que las potencias extranjeras deben cargar con parte de la culpa de ese autoritarismo y por las supuestas cuestiones internas de varios de estos países.

Por último, aunque Noland y Pack afirman más de una vez que el Islam no es un factor clave para el desempeño económico de estos países, al parecer también se curan en salud: “Acaso las interpretaciones negativas del legado histórico del Islam antes analizadas sean correctas, pero la convergencia de las instituciones, las políticas y los comportamientos bastó para que se hayan atenuado los efectos en el mundo contemporáneo”. Solamente citan a un grupo de comentaristas y omiten puntos de vista contrarios, según los cuales el Islam destaca claramente la importancia de la prosperidad económica y la justicia económica para la comunidad musulmana.

Hossein Askari

Profesor iraní de negocios internacionales y asuntos internacionales
Universidad George Washington

Archana Kumar es redactora de “Críticas de libros”.

¿Amigos o enemigos?

Bill Emmott

Rivals

How the Power Struggle Between China, India and Japan Will Shape Our Next Decade

Harcourt, 2008, 352 págs. US\$26 (tela).

Durante 13 años, Bill Emmott fue director de *The Economist*, cargo de responsabilidad al que accedió tras una temporada como corresponsal de esa revista en Tokio durante los años ochenta. En esos días, en Estados Unidos y otros países cundía el temor de que Japón, con su expansión económica, estuviera decidido a rehacer el mundo a su imagen. Pero en 1989 Emmott escribió un libro contraintuitivo, *The Sun Also Sets: The Limits to Japan's Economic Power*, donde vaticinaba como improbable que Japón continuara creciendo en los años noventa.

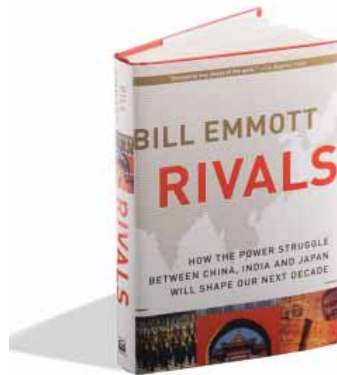
Con esa acertada predicción, Emmott participó en los debates sobre Asia con una buena dosis de credibilidad. Su partida de *The Economist* en 2006 le permitió retomar la pluma y producir una nueva dosis de observaciones reveladoras en *Rivals: How the Power Struggle Between China, India and Japan Will Shape Our Next Decade*. Atendiendo a las sutilezas y sin abundar en lugares comunes, *Rivals* es un aporte valioso y accesible al debate (a veces ampuloso) sobre el futuro económico y político de Asia.

¿Quién tiene razón?

Emmott comienza indicando que Asia jamás ha albergado tres países poderosos al mismo tiempo, y por tanto será esencial para el futuro del continente que puedan manejar bien sus mutuas relaciones políticas y económicas. El libro cita a un alto funcionario indio, del Ministerio de Asuntos Exteriores, que expresa un enfoque de suma cero: "Entienda que ambos [India y China] creemos que el futuro nos pertenece", dice el funcionario. "Uno de los dos se equivoca".

Las quejas de China por la conducta de Japón durante la segunda guerra mundial son aún una herida abierta,

y muchos chinos acusan a los japoneses de no arrepentirse de sus crímenes de guerra. Y China todavía reclama el estado indio de Arunachal Pradesh, una disputa que condujo a una guerra en 1962, mientras que India dice ser el legítimo dueño de una parcela remota del Himalaya que hoy pertenece a China.



En este escenario, la decisión de China de aumentar su gasto militar en un 18% anual, y la de India de aumentar el suyo en un 8% (y firmar un pacto de energía nuclear con Estados Unidos) parecen siniestras. Incluso Japón, si bien es limitado lo que puede reforzar su ejército, el año pasado firmó una declaración de seguridad con Australia: la primera vez que Tokio participa en un acuerdo así desde que firmó el tratado de paz con Estados Unidos en 1952.

Lazos peligrosos

La noticia alentadora es que los tres países se están entrelazando a través de la integración económica. En julio de 2008, por ejemplo, Japón exportó más a China que a Estados Unidos, algo insólito. A medida que continúe el alto ritmo de crecimiento (al menos en China e India), esta integración deberá profundizarse, uniendo Asia en un grado sin precedentes desde las hazañas de Genghis Khan.

Pero ¿continuará la integración? Eso depende de la capacidad de cada país para emprender reformas que fomenten el crecimiento económico.

Los mercados de capital chinos, por ejemplo, tienen muchas deficiencias. El Vicepresidente de la Asamblea Popu-

lar China declaró el año pasado que el 70% de las sociedades cuyas acciones cotizan en bolsa carecen de valor y deben ser eliminadas de la lista oficial.

La economía india sigue en desventaja debido a una plétora de medidas regulatorias que sofocan la actividad empresarial (está clasificada en el puesto 134 de *Doing Business* del Banco Mundial). Y la infraestructura del país y la ineficiencia del sistema de gobierno desestiman la inversión y el crecimiento económico.

La economía de Japón sigue plagada de ineficiencias generalizadas, y el índice Nikkei recientemente cayó hasta su nivel más bajo desde 1982. En 1998, siendo director de *The Economist*, Emmott publicó un artículo de portada: "Japan's Amazing Ability to Disappoint"; el título (La increíble capacidad de Japón para decepcionar) aún tendría vigencia hoy.

Firmar la paz

Emmott finaliza con varias recomendaciones para manejar la rivalidad entre las tres naciones, que incluyen iniciativas sobre la seguridad (persuadir a India para que firme el Tratado de No Proliferación Nuclear); el medioambiente (reducir las emisiones y aumentar la inversión en energía limpia), y la diplomacia (recabar el apoyo de Estados Unidos a la Cumbre de Asia Oriental iniciada en 2005, porque es el único organismo regional que abarca a China, India y Japón). Dado el éxito de las predicciones de Emmott, resulta curioso que no haya anunciado si los tres países serán rivales autodestructivos o aliados para su mutuo beneficio.

Sin embargo, observa con razón que del comportamiento de China dependerán las relaciones entre los tres países. El éxito de las Olimpiadas de Beijing hará maravillas para la imagen de China, pero aún valen más las palabras de Deng Xiaoping sobre el punto de vista chino respecto al gobierno: "La estabilidad está por encima de todo". A Japón y a India, así como a otras naciones de Asia, solo les cabe esperar que esto signifique un compromiso con la alianza regional, y con la paz.

Matthew Rees

Presidente, Geonomica

La mirada en el precio

Robert J. Samuelson

The Great Inflation and Its Aftermath

The Past and Present of American Affluence

Random House, Nueva York, 2008, 336 págs., US\$26 (tela).

La Reserva Federal de Estados Unidos, “la Reserva”, ha cometido dos errores garrafales en sus 95 años de existencia. Agravó la Gran Depresión de los años treinta al negarse a inyectar liquidez en una economía mundial sedienta, y en los setenta permitió que la inflación se disparara al no absorber la liquidez que ahogaba al mundo. La Gran Depresión persiste en la memoria pública, pero el recuerdo de la Gran Inflación se ha desvanecido.

El libro de Robert Samuelson rescata la “historia perdida” de la Gran Inflación, un episodio que el autor considera como el peor error de política interna del gobierno estadounidense desde 1945. Pero mucho más que la mera historia de la derrota de la inflación, este libro es una de las mejores narraciones de la historia económica de Estados Unidos y del mundo a partir de 1960.

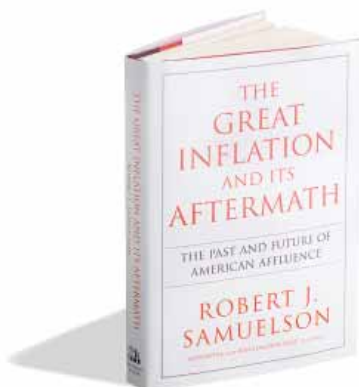
Una lluvia sin fin

Entre 1960 y 1979, la inflación en Estados Unidos pasó de menos de 1½% a casi 13½% anual. Los aumentos de los precios, dice Samuelson, fueron “como una lluvia sin fin”. En aquel momento, los estadounidenses protestaron con vehemencia contra este aumento de la inflación que, según las encuestas, fue “más irritante” que la guerra de Vietnam y el escándalo Watergate.

Samuelson sostiene que haber permitido que la inflación trepara a dos dígitos tuvo consecuencias devastadoras para la economía estadounidense en los años setenta. El alto nivel de inflación, que “indiscutiblemente desestabilizó la economía y originó cuatro recesiones de gravedad creciente”, la volatilidad y las altas tasas de interés correspondientes impidieron aumentar el nivel de vida al reducir el crecimiento de la productividad, estancar la bolsa y conducir

a una serie de crisis de deuda que afectaron a “agricultores e instituciones de ahorro y préstamo de Estados Unidos y de países en desarrollo”.

¿Fue esa lluvia sin fin solo una mala racha? El autor lo niega y asegura que fue la “consecuencia perversa de políticas bien intencionadas, promovidas por algunos de los economistas más eminentes de la nación”. En los años cincuenta y principios de los sesenta, los economistas llegaron a creer que había una relación inversa estable entre la inflación y el desempleo, y que se podría reducir el desempleo aceptando un poco más de inflación. La Reserva fue un cómplice importante en el



desencadenamiento de la Gran Inflación. Todas las inflaciones importantes implican demasiado dinero a la caza de muy pocos bienes, y la peor inflación estadounidense en tiempos de paz ocurrió, escribe Samuelson, “porque el gobierno, a través de la Reserva, creó demasiado dinero”.

¿Un nuevo día en Estados Unidos?

¿Cómo se redujo la inflación desde los dos dígitos de 1980 a apenas 4% hacia 1982? Samuelson sostiene que esto “fue sobre todo el logro de dos hombres: Paul Volcker y Ronald Reagan”. Pero lo que tuvieron que hacer para batir la inflación no fue agradable. Esencialmente, la Reserva, bajo la presidencia de Volcker, restringió la liquidez tanto como para provocar la “depresión económica más dura” desde la Gran Depresión. El papel del ex presidente Reagan fue permitir que la Reserva

mantuviera esta política “lo suficiente para modificar la psicología inflacionaria”. Aun hoy, dice Samuelson, los costos sociales de lo que la economía estadounidense tuvo que soportar entre 1980 y 1982 para reducir la inflación “parecen horribles”.

Para Samuelson, la derrota de la inflación marca un hito en “la prosperidad del último cuarto de siglo”, pues revocó buena parte de los efectos adversos de permitir que la inflación llegara a dos dígitos. Estos años se caracterizaron por el crecimiento del ingreso estadounidense, que superó al de otras naciones avanzadas; la vitalidad empresarial se manifestó en el nacimiento de empresas tales como Microsoft, y renació la confianza en el dólar estadounidense. Esta vitalidad ayudó a transformar las finanzas internacionales al estimular un notable auge del flujo internacional de capitales.

El panorama vuelve a oscurecerse

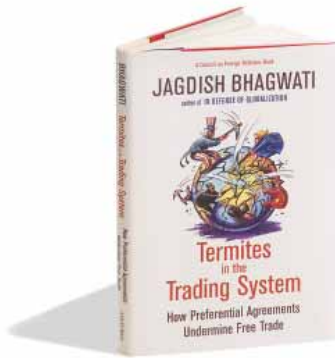
Ningún éxito es puro, ni dura para siempre. Samuelson admite que los 25 años de bonanza económica tuvieron sus sombras y quizás estén llegando a su fin. Los años que siguieron a la derrota de la inflación fueron de crecimiento económico, pero era “una sociedad más austera que había vuelto a regir su existencia más por los preceptos del mercado”. Y la prosperidad prolongada, con un crecimiento económico continuo y apenas dos leves recesiones, ayudó a “generar auto-complacencia y negligencia” sobre las consecuencias de la creciente complejidad de las finanzas internacionales, culminando en la actual turbulencia.

Samuelson señala que los nexos entre el sistema financiero y el resto de la economía, que con el paso del tiempo se han vuelto “más intensos y menos predecibles”, deberán comprenderse mejor para restablecer la prosperidad de las últimas décadas. Si bien es necesario aprender cosas nuevas, Samuelson confía en que no se olviden las enseñanzas de la derrota de la inflación: “La lección de la Gran Inflación es que la inflación debe ser cortada de raíz: cuanto más esperemos, más difícil será”.

Prakash Loungani

Asesor, Departamento de Estudios del FMI

Una voz apasionada



Jagdish Bhagwati

Termites in the Trading System

How Preferential Trade Agreements Undermine Free Trade

A Council on Foreign Relations book, Oxford University Press, 2008, 160 págs., US\$24,95 (tela).

Cuando el matemático Stanislaw Ulam desafió a Paul Samuelson, la indiscutida eminencia de la economía del siglo XX, a que señalara un solo postulado de todas las ciencias sociales que fuera veraz y no trivial, este propuso el principio de la ventaja comparativa: “que es lógicamente cierto no requiere demostración matemática; y no es trivial, como lo demuestran los millares de personajes inteligentes que nunca han podido comprender la doctrina por sí mismos o creerla después de que se la explicaran”. Tal como lo señalaría Jagdish Bhagwati, un coloso de la economía internacional del siglo XX y autor de *Termites in the Trading System*, esos miles de personajes inteligentes tampoco pudieron captar la diferencia entre libre comercio y zonas de libre comercio (acuerdos comerciales de un grupo de países, que más abajo se describen con mayor precisión), aunque dicha diferencia también se derive de un pequeño conjunto de axiomas, y eso pone en peligro el sistema mundial de comercio.

Hace mucho que Bhagwati ha venido alertando a gente importante e inteligente sobre esta diferencia y su relevancia, a través de obras académicas y artículos en la prensa general. A principios de los años noventa, cuando se

empezaban a adoptar los acuerdos de comercio preferenciales (ACP), su voz fue la única que se opuso a esta fragmentación del sistema comercial (véase su artículo de 1993 “Regionalism and Multilateralism: An Overview,” en *New Dimensions in Regionalism*, editado por Jaime DeMelo y Arvind Panagariya, Nueva York: Cambridge University Press). Ahora, con cientos de ACP, y con un aumento proporcional de la complejidad en las normas que rigen el flujo de bienes y servicios hacia estos países, la advertencia de Bhagwati parece particularmente profética.

Aunque el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT), establecido en 1948, tenía como principio fundamental la no discriminación, aprobó, a través del Artículo XXIV, excepciones a este principio, al permitir ACP en forma de zonas de libre comercio y uniones aduaneras. Según las definiciones vigentes, los miembros de las zonas libres, tales como el TLCAN, y las uniones aduaneras, como la Unión Europea, deben eliminar las barreras internas, pero también deben acordar un arancel externo común sobre las importaciones provenientes de los países no miembros. Si bien se supone que las zonas libres y las uniones aduaneras eliminan las barreras comerciales entre sus miembros, ello no equivale a un comercio libre multilateral. Los aranceles discriminatorios que los miembros imponen a los no miembros implican un posible abastecimiento ineficiente de importaciones, con secuelas normativas importantes (y tal vez adversas) para todos. Concretamente, como demostró Jacob Viner en su análisis clásico de 1950 (en *The Customs Union Issue*, Nueva York: Carnegie Endowment for International Peace), entre los países miembros puede “crearse” cierto comercio de bienes que ellos producen con mayor eficiencia que el resto del mundo, pero también se podría “desviar” el comercio de países eficientes no miembros debido a las preferencias que los países miembros se otorgan entre sí. Así, los países miembros bien podrían terminar peor.

En 100 páginas dinámicas empaçadas de su característico ingenio y sabiduría, Bhagwati desmenuza el tema de los ACP con precisión académica, profundidad histórica y atención a los detalles de política económica. En el capítulo 2, analiza los orígenes históricos del Artículo XXIV del GATT y los imperativos políticos que indujeron a Estados Unidos a abandonar su postura basada en el principio de la no discriminación y admitir excepciones. Sus argumentos del capítulo 3 sobre las consecuencias negativas del desvío del comercio en la práctica, basados en observaciones recientes, añaden solidez empírica a la impugnación teórica de las preferencias comerciales. También profundiza sobre las consecuencias del comercio preferencial para el sistema comercial multilateral, y sin duda tiene razón en que la actual evolución del sistema comercial hacia una red caótica de ACP con superposiciones e intersecciones (fenómeno que él bautizó con éxito “plato de espagueti”) jamás podría ser eficiente. En el capítulo 4, invita a los países a evitar las iniciativas bilaterales y adoptar una liberalización multilateral de amplia base para diluir los efectos distorsivos de las preferencias comerciales y acercarnos al libre comercio mundial.

¿Pero lo escucharán estas miles de personas importantes e inteligentes? En estas últimas décadas, Bhagwati, como un buen compositor clásico indio, ha generado todas las variaciones posibles del argumento a favor del libre comercio y los métodos multilaterales para lograrlo. *Termites* contiene algunos de los argumentos más impactantes de Bhagwati para diferenciar entre el libre comercio y las zonas de libre comercio, las más sólidas refutaciones a los que confunden ambas cosas, y descripciones vehementes de las consecuencias que esta confusión ha generado para el sistema comercial. Sus argumentos merecen seria atención.

Pravin Krishna

Profesor de la cátedra

Chung Ju Yung de Economía Internacional

Universidad Johns Hopkins

Un nuevo enfoque de la pobreza

Las recientes estadísticas sobre pobreza podrían ayudar a comprender mejor el proceso de desarrollo



Justin Yifu Lin es
Vicepresidente
Ejecutivo y Economista
Jefe del Banco Mundial

IMAGÍNESE ser presidente de un país en desarrollo. Lleva años luchando por reformar la economía para promover el crecimiento y reducir la pobreza. Justo cuando siente que las cosas van por buen camino y que el país está más cerca de cumplir con los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM), unos expertos del Banco Mundial salen de la noche a la mañana con nuevos cálculos que muestran que la tasa de pobreza internacional del país es mucho más alta de lo que se pensaba. Sorprendido, usted atina a pedirles a sus propios expertos que revisen las estadísticas. Y estos a su vez, después de evaluar los datos empíricos, confirman que la pobreza está efectivamente más generalizada.

Esa es más o menos la situación en la que se encuentran las autoridades de muchos países en desarrollo desde que el Banco Mundial publicó estimaciones de la pobreza comparables a escala internacional. Las nuevas cifras resultan instructivas. Un estudio de mis colegas Martin Ravallion y Shaohua Chen, en el que se ajusta el parámetro para medir la pobreza mundial a US\$1,25 por día a precios de 2005, revela que hay más pobres en los países en desarrollo de lo que se había calculado en base a la línea de pobreza internacional anterior, que era de US\$1,08 diarios a precios de 1993. Tras una revisión profunda del método de cálculo, ahora estiman que 1.400 millones de personas —o sea, el 25% de la población del mundo en desarrollo— vive debajo de la línea de pobre-

za internacional. Según un análisis publicado en 2007, la cantidad de personas que vivía con US\$1,08 o menos por día ascendía a 950 millones (el 17% de la población del mundo en desarrollo). Las cifras actualizadas agregan 400 millones a la cifra original.

El nuevo estudio determinó también que la pobreza se redujo del 52% de la población del mundo en desarrollo en 1981 al 42% en 1990 y al 25% en 2005, con una tasa constante de disminución de más o menos 1 punto porcentual por año entre 1981 y 2005 para el mundo en desarrollo en conjunto. Además, concluyó que aún estamos en condiciones de alcanzar el primer ODM: reducir el nivel de pobreza de 1990 a la mitad para 2015.

Cambio drástico

La principal razón de este drástico cambio de las cifras es simple: el Banco Mundial volvió a calcular el número de indigentes considerando los resultados recientes del Programa de Comparación Internacional y de 675 encuestas de hogares de 116 países entre 1981 y 2005. La antigua línea de pobreza de un dólar por día representaba el umbral de indigencia. Se basaba en los datos más fidedignos hasta el momento sobre el costo de vida, recogidos en 1993, que según estimaciones posteriores subestimaban el costo de vida en muchos países pobres. Como ahora nos consta que el costo de vida es más alto, eso significa que el número de personas que viven en la pobreza también ha subido.

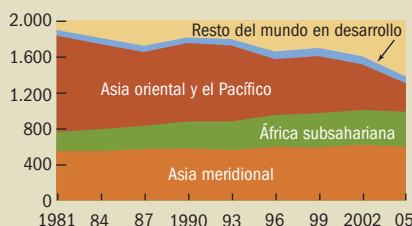
Aunque el nivel de pobreza resulta ser más alto de lo estimado en todos los países en desarrollo, lo cierto es que la pobreza disminuyó con el paso del tiempo. Los métodos generales usados para fijar la línea de pobreza internacional y medir las tasas de pobreza se mantuvieron constantes desde que se efectuaron las primeras estimaciones hace casi tres décadas. Lo que cambió fue la fiabilidad, puntualidad y exhaustividad de los datos.

Los datos actualizados muestran grandes avances contra la pobreza, sobre todo en Asia oriental (gráfico), que a comienzos de los años ochenta tenía la mayor incidencia de pobreza en el mundo: en 1981 casi el 80% de la población vivía con menos de US\$1,25 por día.

Avance desigual

Según los nuevos datos, la pobreza retrocedió en Asia oriental pero casi se duplicó en África subsahariana.

(Millones de personas que viven con menos de US\$1,25 diarios)



Fuente: Banco Mundial.

Para 2005 esa cifra había caído al 17%. En China, el número de pobres bajó más o menos 600 millones, aunque de manera desigual a lo largo del tiempo.

Pero los avances no se limitan a Asia oriental: los ejemplos de reducción de la pobreza abundan. En el mundo desarrollado más allá de China, la tasa de pobreza de US\$1,25 diarios cayó del 40% al 29% entre 1981 y 2005, pero eso no fue suficiente para reducir el número total de pobres, que se mantiene en alrededor de 1.200 millones. India logró mejoras apreciables y redujo la pobreza de casi el 60% en 1981 al 42% en 2005, basada en la línea internacional de US\$1,25 diarios. En el resto de Asia meridional la situación es parecida. Después de muchos años de estancamiento, la pobreza comenzó a retroceder en América Latina, pasando del 11% en 2002 al 8% en 2005.

Revaluar y ajustar

Pero el avance es desigual y el nivel de pobreza sigue siendo intolerablemente elevado en algunas partes del mundo. En África subsahariana, la tasa de pobreza medida con US\$1,25 diarios fue del 51% en 2005, aproximadamente igual a la de 1981. Dada la profundidad de su pobreza, África necesitará un crecimiento superior incluso al de otras regiones para lograr el mismo impacto.

Aun siendo desalentadoras, las nuevas cifras podrían ayudar a la comunidad internacional y los gobiernos de los países en desarrollo a revaluar y ajustar las estrategias y políticas de desarrollo. Según análisis empíricos realizados por el Banco Mundial a lo largo de dos décadas, la incidencia de la pobreza tiende a disminuir cuando el crecimiento económico es sostenido. Utilizando tres encuestas de hogares seguidas en unos 80 países en 1980–2000 con una línea de pobreza de US\$1 diario, Ravallion (2007) estimó que la elasticidad de la reducción de la pobreza en función del crecimiento es negativa en alrededor del 80% de los casos, si bien la pobreza suele ser menos sensible al crecimiento en los países con gran desigualdad. Esas conclusiones fueron corroboradas por las nuevas cifras sobre la pobreza mundial. Las tasas de crecimiento regionales y las variaciones del porcentaje de personas que vivieron por debajo de la línea de pobreza internacional durante el último cuarto de siglo revelan lo mismo: Asia oriental registró la tasa promedio de crecimiento más elevada en 1981–2005 y también la disminución más marcada de la pobreza. Por el contrario, África subsahariana y la región de Europa y Asia central experimentaron las tasas de crecimiento más bajas y la reducción más tímida de la pobreza.

La clave de la competitividad

Las correlaciones entre crecimiento, mejora de los indicadores comerciales y reducción de la pobreza quizá surjan del hecho de que la apertura promueve estrategias económicas basadas en la ventaja comparativa, elemento clave para la competitividad de un país. Michael Porter (1990) es conocido por enumerar las cuatro fuentes de dicha ventaja:

- Sectores o industrias que aprovechan los factores que abundan a nivel local.
- Mercados nacionales amplios que les permiten a las empresas lograr economías de escala.
- Conglomerados industriales.

- Una competencia interna dinámica que promueva la eficiencia y la productividad.

Sea cual fuere el país, la abundancia interna se refiere a la ventaja comparativa, reflejada en la dotación de recursos. Los conglomerados industriales y la competencia interna son factores que dependen de que un país adopte una estrategia de desarrollo compatible con sus ventajas comparativas. Es decir, un país cuyo desarrollo industrial no se corresponda con su ventaja comparativa terminará con una economía nacional cerrada y un mercado no competitivo, ya que las empresas nacionales no tendrán viabilidad en un mercado abierto y competitivo, y deberán ampararse en los subsidios y la protección (Lin, 2007).

Los conglomerados industriales también son difíciles de construir y mantener en esa situación, porque el gobierno no puede subsidiar y proteger una gran cantidad de empresas dentro de la misma industria al mismo tiempo, permitiendo la formación de un conglomerado. Cuando un país aprovecha su ventaja comparativa deja de ser necesario contar con un mercado nacional amplio, ya que las industrias pueden competir en los mercados mundiales.

Explotar la ventaja comparativa

En otras palabras, los cuatro factores de Porter se reducen a una sola recomendación: permitir que cada país explote su ventaja comparativa. Cualquier país de bajo ingreso y escaso capital que intente desarrollar industrias que exigen grandes capitales sin explotar su ventaja comparativa terminará con una economía cerrada incapaz de competir. Por el contrario, los países de bajo ingreso que se abran y aprovechen su ventaja competitiva al máximo gozarán de mejores perspectivas de crecimiento y un mayor potencial de ingreso, factores fundamentales para la creación de empleos y la reducción de la pobreza.

Aunque las nuevas cifras sobre la pobreza quizá sean una lección de humildad para las autoridades y los expertos en el desarrollo, también ofrecen una oportunidad para revaluar lo aprendido hasta el momento. Fomentar la apertura de modo de explotar la ventaja comparativa estimulará el crecimiento y promoverá la reducción de la pobreza. A fin de cuentas, la verdad incómoda —que hay en el mundo muchos más pobres de lo que se pensaba— podría ayudarnos a comprender mejor el proceso de desarrollo y a luchar mejor contra la pobreza. ■

Referencias:

- Chen, Shaohua, y Martin Ravallion, 2008, “The Developing World Is Poorer than We Thought, but No Less Successful in the Fight Against Poverty”, *Policy Research Working Paper 4703* (Washington: Banco Mundial).
- Lin, Justin Yifu, 2007, “Economic Development and Transition: Thought, Strategy, and Viability”, *Marshall Lectures* (Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press).
- Porter, Michael, 1990, *The Competitive Advantage of Nations* (Nueva York: The Free Press).
- Ravallion, Martin, 2007, “Inequality Is Bad for the Poor”, en Jenkins, Steven, y John Micklewright (compiladores), *Inequality and Poverty Re-examined* (Oxford: Oxford University Press).
- Ravallion, Martin, Shaohua Chen y Prem Sangraula, 2008, “Dollar a Day Revisited”, *Policy Research Working Paper 4620* (Washington: Banco Mundial).

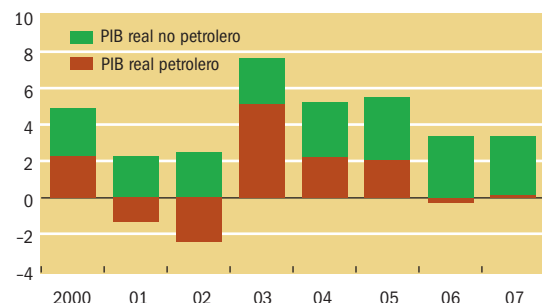


Arabia Saudita

Desde el comienzo del auge petrolero en 2003, el crecimiento de Arabia Saudita ha sido pujante, gracias a los elevados ingresos petroleros y a la acelerada expansión del sector privado no petrolero. Si bien las presiones inflacionarias están disminuyendo, la crisis financiera mundial plantea nuevos riesgos.

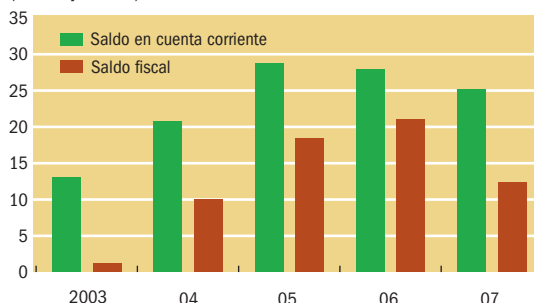
A partir de 2003, el crecimiento registra un promedio de 4,3%, con una importante contribución del sector no petrolero.

(Variación porcentual)



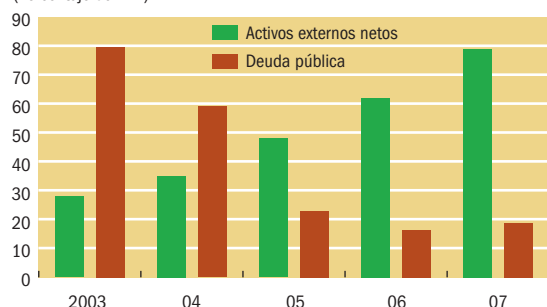
El aumento de los ingresos petroleros hasta mediados de 2008 ha reforzado la situación fiscal y externa...

(Porcentaje del PIB)



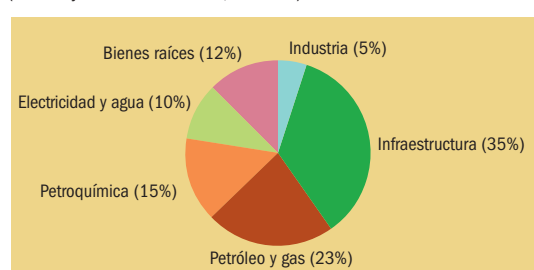
... mediante la acumulación de activos externos netos y la reducción de la deuda pública.

(Porcentaje del PIB)



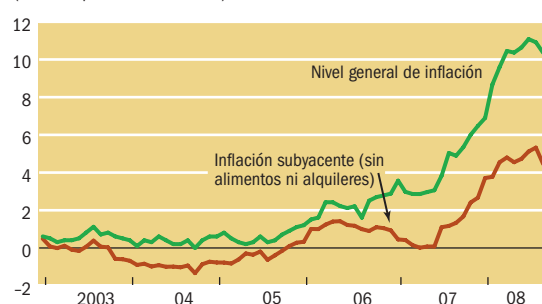
La riqueza petrolera está invirtiéndose a mediano plazo para expandir el sector no petrolero y acrecentar la capacidad de producción petrolera a fin de apoyar la estabilidad del mercado mundial del petróleo.

(Porcentaje de la inversión total, 2007-14)



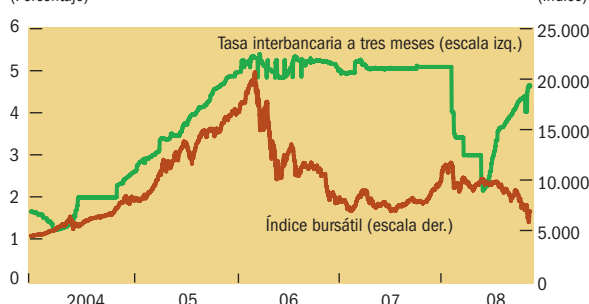
La desaceleración económica mundial ha empezado a calmar las presiones inflacionarias.

(Variación porcentual interanual)



El desafío clave a corto plazo es reducir al mínimo las secuelas de la crisis financiera mundial, cuyo efecto sobre el sistema bancario interno ha sido limitado hasta el momento.

(Porcentaje)



Fuentes: Autoridades de Arabia Saudita y estimaciones del personal técnico del FMI.

A

Masood Ahmed, *La próxima frontera*, septiembre

B

Bajo la lupa: Energía mundial: Cada vez más insostenible, marzo; **El cierre de la brecha tecnológica**, junio; **Los pronósticos económicos, ¿son de fiar?**, septiembre; **Receta para vigorizar y sostener el crecimiento**, diciembre

Olivier Blanchard, *Grietas en el sistema*, diciembre

Andrew Burns, *El cierre de la brecha tecnológica*, junio

C

Tim Callen, *¿Qué es el producto interno bruto?*, diciembre

Jaime Caruana y Aditya Narain, *Una banca más solvente*, junio

Oya Celasun y Jan Walliser, *Cuando la ayuda da sorpresas*, septiembre

Stijn Claessens, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones, *Cuando las crisis colisionan*, diciembre

William R. Cline, *Calentamiento mundial y agricultura*, marzo

David T. Coe, *Empleos en otras tierras*, marzo

Charles Collyns, *La crisis a través de la lente de la historia*, diciembre

D

Uwe Deichmann y Indermit Gill, *Geografía económica de la integración regional*, diciembre

Eckhard Deutschert y Sara Fyson, *Mejorar la eficacia de la ayuda*, septiembre

Randall Dodd, *El abecé de los mercados extrabursátiles*, junio

Randall Dodd y Paul Mills, *El flagelo de las hipotecas de alto riesgo*, junio

Thomas Dorsey, *Una cuestión capital*, junio

E

Mohamed A. El-Erian, *Una crisis aleccionadora*, diciembre

G

Gente del mundo de la economía: John Taylor, marzo; **Jacques Polak**, junio; **Beatrice Weder di Mauro**, septiembre; **Robert Shiller**, diciembre

Atish Ghosh, *La otra cara de las monedas*, junio

Sanjeev Gupta y Shamsuddin Tareq, *Movilizar ingresos*, septiembre

H

Hablando claro: Riesgos internos, marzo; **“Desestabilizadores” automáticos**, junio; **El ascenso de los mercados emergentes**, septiembre; **Un nuevo enfoque de la pobreza**, diciembre

Thomas Helbling, Valerie Mercer-Blackman y Kevin Cheng, *Viento a favor*, marzo

I

Stefan Ingves y Göran Lind, *Las soluciones de Estocolmo*, diciembre

Maros Ivanic y Will Martin, *Garantizar la seguridad alimentaria*, diciembre

J

Andreas Jobst, *¿Qué es la titulización?*, septiembre

Simon Johnson, *Riesgos internos*, marzo; **“Desestabilizadores” automáticos**, junio; **El ascenso de los mercados emergentes**, septiembre

Benjamin Jones, Michael Keen y Jon Strand, *El precio del cambio climático*, marzo

K

Kenneth Kang y Jacques Miniane, *La turbulencia financiera mundial pone a prueba a Asia*, diciembre

Kenneth Kang y Murtaza Syed, *El camino a la recuperación: Las lecciones de Japón*, diciembre

Khor Hoe Ee y Kee Rui Xiong, *Asia: Reflexiones sobre la crisis hipotecaria*, junio

Laura Kodres, *Una crisis de confianza . . . y mucho más*, junio

M. Ayhan Kose, Christopher Otrok y Eswar Prasad, *¿Cuánto desacoplamiento? ¿Cuánta convergencia?*, junio

Archana Kumar, *Convergencia de las cifras de crecimiento*, diciembre

L

Justin Yifu Lin, *Un nuevo enfoque de la pobreza*, diciembre

Prakash Loungani, *En pos de reglas*, marzo; **Los pronósticos económicos, ¿son de fiar?**, septiembre

Lorcan Lyons, *Energía mundial: Cada vez más insostenible*, marzo

M

Paolo Mauro, *De visionario a innovador*, diciembre

Paul Mills, *La era verde de los mercados*, marzo

Mahmoud Mohieldin, *Inversiones entre vecinos*, diciembre

Mohan Munasinghe, *Sube la temperatura y aumentan los riesgos*, marzo

N

David C.L. Nellor, *Los nuevos mercados africanos de frontera*, septiembre

O

Ngozi Okonjo-Iweala, *Nigeria trata de reivindicarse*, diciembre

P

Panorama nacional: Sudáfrica, marzo; **Argelia**, junio; **Vietnam**, septiembre; **Arabia Saudita**, diciembre

Eswar S. Prasad y Raghuram G. Rajan, *La siguiente generación de reformas financieras en India*, septiembre

Q

Zia Qureshi, *A la vista, pero aún fuera de alcance*, junio

R

Natalie Ramírez-Djumena y Jair Rodríguez, *Receta para vigorizar y sostener el crecimiento*, diciembre

Martin Ravallion y Dominique van de Walle, *Tierra y pobreza en las reformas de Asia oriental*, septiembre

James L. Rowe, *Un modelo de elegancia ejemplar*, junio

S

Noel Sacasa, *Cómo evitar crisis en el futuro*, diciembre

Jesús Saurina y Avinash D. Persaud, *¿Contribuirá Basilea II a prevenir las crisis o las empeorará?*, junio

Antoinette Sayeh, Domenico Lombardi, Kumi Naidoo, Andrew Kumbatira, Eveline Herfkens, Roy Cullen y Enrique V. Iglesias, *Diálogo abierto: ¿Qué medida ofrece la mayor probabilidad de elevar al doble los niveles de vida en los países pobres los próximos 10 años?*, septiembre

Mark Stone, Harald Anderson y Romain Veyrune, *Regímenes cambiarios: ¿Tipos fijos o flotantes?*, marzo

T

Natalia Tamirisa, *Cambio climático y economía*, marzo

V

Vuelta a lo esencial: Regímenes cambiarios: ¿Tipos fijos o flotantes?, marzo; **El abecé de los mercados extrabursátiles**, junio; **¿Qué es la titulización?**, septiembre; **¿Qué es el producto interno bruto?**, diciembre

Elaine Venter, *Punto de vista: Una obra en curso*, septiembre

W

Jian-Ye Wang y Abdoulaye Bio-Tchané, *África estrecha sus lazos con China*, marzo

Simon Willson, *Empirismo sin tapujos*, junio

CRÍTICAS DE LIBROS

Anders Åslund, *Russia's Capitalist Revolution: Why Market Reform Succeeded and Democracy Failed*, marzo

Jagdish Bhagwati, *Termite in the Trading System: How Preferential Trade Agreements Undermine Free Trade*, diciembre

Richard M. Bird y Pierre-Pascal Gendron, *The VAT in Developing and Transitional Countries*, junio

Barry Eichengreen, *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, marzo

Bill Emmott, *Rivals: How the Power Struggle Between China, India and Japan Will Shape Our Next Decade*, diciembre

Tim Harford, *The Logic of Life: The Rational Economics of an Irrational World*, junio

Marcus Noland y Howard Pack, *The Arab Economies in a Changing World*, diciembre

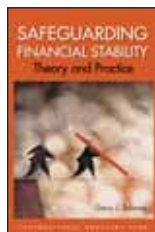
Robert J. Samuelson, *The Great Inflation and Its Aftermath: The Past and Present of American Affluence*, diciembre

Vito Tanzi, *Argentina: An Economic Chronicle: How One of the Richest Countries in the World Lost Its Wealth*, septiembre

Michael Tomz, *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt across Three Centuries*, septiembre

Douglas Wass, *Decline to Fall: The Making of British Macro-Economic Policy and the 1976 IMF Crisis*, septiembre

Publicaciones del FMI sobre estabilidad financiera



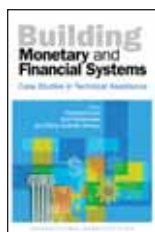
Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice

¿Qué relación guardan las finanzas con los procesos económicos y por qué deben considerarse como bien público que requiere apoyo del gobierno? Este libro ofrece respuestas. Plantea un marco práctico para proteger la estabilidad financiera que incluye la prevención y resolución de los problemas. También

examina los desafíos para la estabilidad financiera que plantean la globalización, el creciente uso de derivados y sus mercados y las actividades de los aseguradores y reaseguradores en los mercados de capital.

US\$28. Inglés. © 2005. xvi + 312 págs. ISBN 1-58906-440-2. Stock# SFSTEA

Solicite este libro en <https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=6354>



Building Monetary and Financial Systems: Case Studies in Technical Assistance

Este libro incluye 21 estudios de caso sobre la asistencia técnica suministrada por el FMI entre 2003 y 2006. Los estudios se refieren a temas como la política y operaciones monetarias, mercados financieros, sistemas de pagos, y regulación y supervisión financieras, haciendo hincapié en el fondo de los temas y las modalidades de apoyo técnico.

El libro muestra que la formulación de políticas monetarias y financieras sanas debe ir acompañada de una implementación correcta y eficiente.

US\$29. Inglés. © 2007. xii + 346 págs. ISBN 978-1-58906-615-1. Stock# BMFSEA

Solicite este libro en <https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=7775>



Promoting Fiscal Discipline

La disciplina fiscal es esencial para mejorar y sostener el desempeño económico, mantener la estabilidad macroeconómica y reducir la vulnerabilidad, y sumamente importante para que los países cosechen los frutos de la globalización económica y financiera. La falta de disciplina fiscal generalmente se deriva del uso imprudente de la discreción de política. Los

autores exploran primero la discreción en la política fiscal, y el grado, consecuencias y causas del sesgo procíclico, sobre todo en tiempos de bonanza. Luego examinan la posibilidad de mejorar la disciplina fiscal a través de una variedad de enfoques institucionales.

US\$25. Inglés. © 2007. viii + 134 págs. ISBN 978-1-58906-609-0. Stock# PFDEA

Solicite este libro en <https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=7895>



Integrating Europe's Financial Markets

En este libro se hace un seguimiento de la trayectoria de integración hacia un único mercado financiero de la Unión Europea, y de los desafíos y prioridades pendientes. Se presta atención especial a los programas de integración de la Unión tras la adopción del euro y se estudia la importancia de la integración financiera, sobre todo para el crecimiento económico, la interrelación

entre bancos y mercados, y la integración del mercado accionario.

US\$24,50. Inglés. © 2007. xviii + 261 págs. ISBN 978-1-58906-623-6. Stock# IEFMEA

Solicite este libro en <https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=7842>



Financial Sector Assessment: A Handbook

Este manual presenta un marco analítico para evaluar la estabilidad del sistema financiero y sus necesidades de desarrollo, y ofrece amplia orientación sobre enfoques, metodologías y técnicas para evaluar los sistemas financieros. Aunque el manual se basa en gran medida en la experiencia del Banco Mundial y el FMI con el Programa de Evaluación del Sector Financiero

y en general en las tareas de política y operaciones de ambas instituciones, está diseñado para uso genérico en evaluaciones del sector financiero, las efectúen las autoridades nacionales o equipos del Banco Mundial y el FMI.

US\$45. Inglés. © 2005. 460 págs. ISBN 0-8213-6432-4. Stock# FSAPEA

Solicite este libro en <https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=6840>



IMF Support and Crisis Prevention

Este documento de la serie Occasional Papers examina los diversos papeles que desempeña el financiamiento del FMI en la prevención de crisis. Las economías de mercados emergentes que sufrieron crisis financieras en el pasado han pagado enormes costos económicos y sociales, lo cual resalta la importancia de evitar las

crisis. La principal defensa yace en las políticas y el marco institucional de un país, pero el FMI puede brindar ayuda a través de la supervisión, la asistencia técnica y el fomento del uso de normas y códigos.

US\$30. Inglés. © 2008. v + 28 págs. ISBN 978-1-58906-709-7. Stock# S262EA

Solicite este libro en <https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=9904>

Para recibir un descuento del 10% en los libros que aparecen en este aviso publicitario, utilice el código de promoción FD0812 en Internet, o méncionelo cuando haga su pedido por correo, fax o teléfono. Si desea obtener mayor información sobre las instrucciones de pedido de publicaciones del FMI, visite www.imfbookstore.org.