

China:
La solución
interna al crecimiento

F&D

FINANZAS y DESARROLLO

www.imf.org/fandd

Marzo de 2009

**Roubini, profeta
de la crisis**

**No hay fondos
para el
comercio
exterior**

**Regulación
a punto**



La crisis frena la globalización

La economía mundial se transforma

Finanzas & Desarrollo, marzo de 2009



MFISA2009001

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 Cárdenas
Natalie Ramírez-Djumena

DIRECTORA DE ARTES GRÁFICAS

Luisa Menjívar

DISEÑADORA GRÁFICA

Lai Oy Louie

AYUDANTES DE REDACCIÓN

Lijun Li
Kelley McCollum
Niccole Braynen-Kimani

ASESORES DE 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

COORDINADA POR:
Marcelo Mareque
Virginia Masoller

COMPOSICIÓN GRÁFICA

Tania Fragnaud

**Toda consulta sobre publicidad,
cambios de domicilio y suscripciones
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

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

© 2009 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 cambio de un pago simbólico.

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
Marzo de 2009 • Volumen 46 • Número 1

ARTÍCULOS DE FONDO

EL MUNDO EN CRISIS

8 Transformación de la economía mundial

La crisis económica y financiera marca el fin (por ahora) de la rápida expansión de la globalización
Jean Pisani-Ferry e Indhira Santos



8

13 Fuerte impacto

Cuatro países sufren graves trastornos a causa de la desaceleración económica mundial
Ucrania: *David Hofman*

Singapur: *Roberto Guimaraes y Alessandro Zanello*
Burkina Faso: *Isabell Adenauer, Norbert Funke y Charles Amo Yartey*

Irlanda: *Siobhán McPhee*



13

18 Tambalea el financiamiento del comercio

El creciente costo y la menor disponibilidad de financiamiento para importaciones y exportaciones están causando estragos, en especial en los mercados emergentes
Thomas Dorsey

20 Cambio de suerte

Golpeados por la crisis financiera, los países prestamistas y prestatarios registran cambios radicales en las cuentas externas
Gian Maria Milesi-Ferretti

23 Qué medidas adoptar

Hay que reformar el alcance de la regulación financiera y mejorar la provisión de liquidez. Veamos cómo se hace
Laura Kodres y Aditya Narain

27 Es hora de pagar la fiesta

El uso de la política fiscal a mediano plazo para superar la crisis
Carlo Cottarelli

31 Datos al rescate

Por qué una mejor información estadística será crucial para prevenir futuras crisis
Adelheid Burgi-Schmelz



36

44 ¿Un nuevo Bretton Woods?

La historia muestra que para reformar el sistema financiero internacional es necesario actuar con iniciativa e incluir a todas las partes en el proceso
James M. Boughton

En búsqueda de soluciones

LA CRISIS mundial está causando heridas profundas en numerosas economías de todas las regiones, quitándole el aliento al comercio mundial y abriendo un compás de espera en el proceso de globalización.

En este número de *F&D* se examinan las múltiples facetas de la recesión —desde su impacto en determinadas economías hasta su efecto en las cuentas externas de los países prestamistas y prestatarios— y se ofrece una variedad de propuestas para estimular la recuperación y prevenir otras crisis, tanto a través de modificaciones de las políticas como de una reforma regulatoria a más largo plazo.

Presentamos varios estudios del FMI que arrojan luz sobre la magnitud de la crisis; entre ellos, un análisis de la fuerte caída del financiamiento para el comercio internacional y determinaciones cuantitativas de los costos directos e indirectos de la turbulencia financiera. Asimismo, planteamos sugerencias desde diversas perspectivas, como el rediseño del marco regulatorio y la

eliminación de extensas lagunas en los datos para prevenir crisis y promover la creación de sistemas de alerta anticipada.

Entrevistamos a Nouriel Roubini, el “nómada mundial” reconocido por haber hecho sonar la alarma durante la gestación de la crisis, y en “Vuelta a lo esencial” analizamos qué constituye una recesión.

Los artículos de opinión abordan la evolución de la frontera entre el Estado y los mercados, el programa de reforma del sector financiero y gestión de los mercados financieros internacionales. A partir de una perspectiva histórica, examinamos las ocasiones en las cuales la reestructuración de la arquitectura financiera mundial dio resultado. Reforzar la regulación llevará tiempo, pero el ímpetu de reforma en este momento es fuerte y requerirá capacidad de conducción así como espíritu de participación.

Jeremy Clift
Director

PUNTOS DE VISTA

34 Redibujar las fronteras

Un replanteo del rol del Estado y el mercado
Roger Bootle

36 El perfil del porvenir

Las decisiones nacionales —y no las emanadas de reuniones cumbre— reformarán el sistema económico mundial
Brad Setser

40 Una red enmarañada

Aunque todos coinciden en que la gestión de los mercados financieros debe reformarse, no está claro quiénes harán qué
Amar Bhattacharya

50 Pasos cortos

Desarrollar el mercado financiero de una economía pequeña es una tarea delicada que requiere una dosis de realismo
Mark Stone y Seiichi Shimizu

52 Vuelta a lo esencial

¿Qué es una recesión?
Stijn Claessens y M. Ayhan Kose

54 Críticas de libros

India: The Emerging Giant, Arvind Panagariya
When Markets Collide: Investment Strategies for the Age of Global Economic Change, Mohamed El-Erian

56 Un vistazo a las cifras

Deuda de América Latina

La reducción de los coeficientes de endeudamiento externo ayuda a la región a afrontar mejor la crisis mundial

DEPARTAMENTOS

3 Notas breves

El FMI busca duplicar sus recursos
Fondo de Vulnerabilidad
Nueva serie de publicaciones

4 Gente del mundo de la economía

Ver la crisis con claridad
Prakash Loungani traza una semblanza de Nouriel Roubini

47 Estudios del FMI

La solución interna
¿Pueden las políticas de “buen vecino” mantener un crecimiento sostenido en China?
Leslie Lipschitz, Céline Rochon y Geneviève Verdier

Ilustraciones: Pág. 31, Nigel Sandor/Illustration Works/Corbis; pág. 34, Luisa Menjivar/FMI.

Fotografías: Portada, Jorg Greuel/Getty Images; pág. 3, Viktor Drachev/AFP/Getty Images y Newscom; pág. 4, Andrew Testa/Panos; pág. 8, China Photos/Getty Images; pág. 13, ImageShop/Corbis; pág. 14, Viktor Korotayev/Reuters/Corbis; pág. 15, Roslan Rahman/AFP/Getty Images; pág. 16, Issouf Sanogo/AFP/Getty Images; pág. 17, Piotr Malecki/Getty Images; pág. 18, Byun Yeong-Wook/AFP/Newscom; pág. 23, Construction Photography/Corbis; pág. 27, Yang Liu/Corbis; pág. 37, Peter Macdiarmid/Getty Images; pág. 38, Enny Nuraheni/Reuters/Newscom; pág. 40, Newscom; pág. 44, Hulton Archive/Getty Images; pág. 45, Douglas Miller/Keystone/Getty Images; pág. 47, Zhang Zhitao/ChinaFotoPress/Newscom; pág. 50, Muajhid Safodien/AFP/Newscom; págs. 54-55, Unidad de Fotografía del FMI.

THE SEQUEL TO
THE ACCLAIMED
CULTURE MATTERS
NOW IN PAPERBACK

“OUTSTANDING.
I devoured every word.”

—THOMAS FRIEDMAN, *The New York Times*

“It is not often that a book appears of such intellectual force and power that it can completely change the debate on an issue. Lawrence Harrison's book *The Central Liberal Truth* has done that for development theory.”

—ANDREW NATSIOS,
former Administrator of the U. S. Agency
for International Development

“*The Central Liberal Truth* is an impressive, persuasive, and indispensable book for anyone interested in improving the conditions of human life in poor countries.”

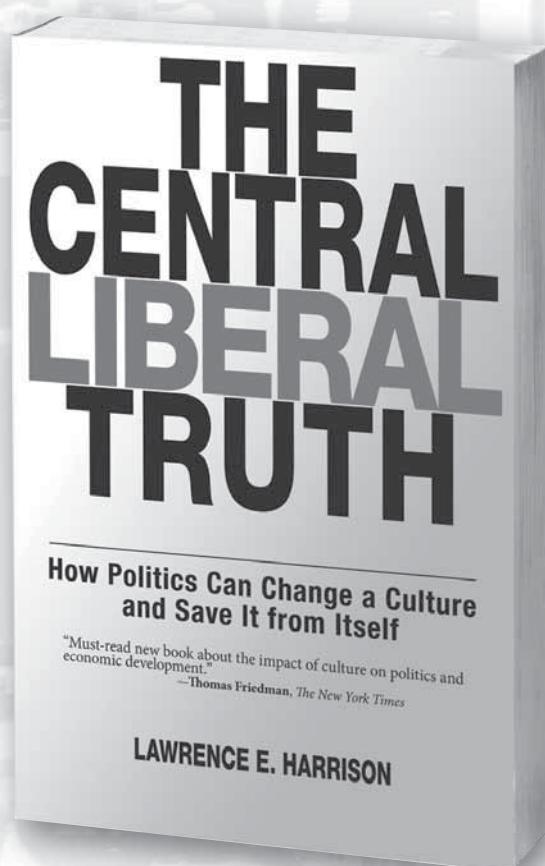
—SAMUEL HUNTINGTON,
author of *The Clash of Civilizations and the Remaking of World Order*

“A book of enormous importance and startling originality.”

—FOUAD AJAMI,
Director of Middle East Studies,
Johns Hopkins University

Available wherever books are sold

www.oup.com/us



OXFORD
UNIVERSITY PRESS



Trabajador bielorruso en el gasoducto Yamal-Europa.

El FMI busca duplicar sus recursos

Japón ha proporcionado al FMI US\$100.000 millones adicionales para aumentar los recursos prestables de la institución durante la actual crisis económica y financiera mundial. El FMI señaló que los fondos adicionales reforzarán su capacidad para ayudar oportuna y eficaz-

mente a los 185 países miembros a cubrir sus necesidades de balanza de pagos.

Hasta ahora el FMI ha comprometido alrededor de US\$50.000 millones en préstamos a varias economías afectadas por la crisis, como Belarús, Letonia y Pakistán. Dado que se espera que el crecimiento mundial casi se paralizará en 2009, la institución prevé que recibirá más solicitudes de asistencia financiera en los próximos meses.

Además de los fondos proporcionados por Japón, el FMI dispone de alrededor de US\$200.000 millones para préstamos. El Director Gerente, Dominique Strauss-Kahn, quiere aumentar los recursos prestables a unos US\$500.000 millones, como medida de precaución en caso de que la crisis empeore y como señal de que el FMI puede hacer frente a cualquier eventualidad. El Directorio Ejecutivo está considerando varias formas para reforzar los recursos, entre ellas, un aumento de los recursos concesionarios para los países más pobres.

Fondo de Vulnerabilidad

En declaraciones efectuadas antes del 39º Foro Económico Mundial en Davos (Suiza), celebrado a fines de enero, el Presidente del Banco Mundial, Robert B. Zoellick, instó a los países desarrollados a destinar el 0,7% de sus programas de estímulo económico a la creación de un “Fondo de Vulnerabilidad” para los países en desarrollo afectados por la crisis mundial.

Este fondo permitiría transferir recursos con rapidez a los programas de protección social del Banco Mundial, las Naciones Unidas y los bancos regionales de desarrollo que brindan acceso a servicios de salud, educación y nutrición, ayudan a construir infraestructura, y respaldan a las pequeñas y medianas empresas e instituciones de microfinanciamiento que prestan a los pobres, señaló Zoellick.

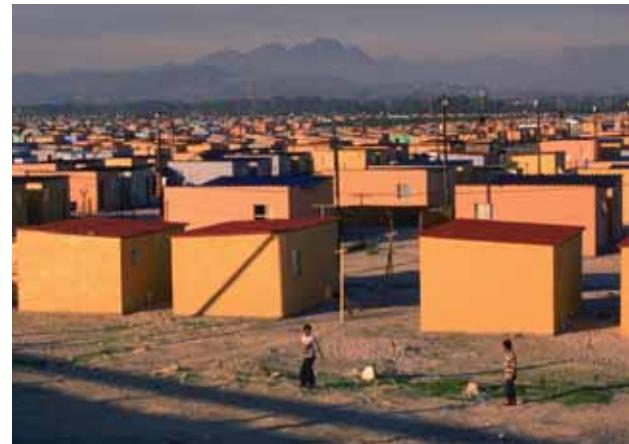
“Los pobres de África no deberían pagar el precio de una crisis originada en América”, señaló Zoellick en un artículo publicado en *The New York Times* el 22 de enero.

Nueva serie de publicaciones

El FMI ha lanzado una nueva serie de publicaciones, *Staff Position Notes*, para presentar los análisis e investigaciones realizados por el personal técnico de la institución sobre cuestiones de política económica de interés especial.

En el último estudio de esta serie, “Foreclosure Mitigation Efforts in the United States: Approaches and Challenges”, los autores John Kiff y Vladimir Klyuev observan que las ejecuciones hipotecarias en Estados Unidos han alcanzado su nivel máximo desde la Gran Depresión —a pesar de que se traducen en pérdidas sustanciales de valor tanto para el prestamista como para el prestatario—, y presentan un plan para limitar estas ejecuciones y resolver los problemas más generales del mercado de la vivienda estadounidense.

En otros estudios recientes se examina la política fiscal en períodos de crisis y cómo calcular la vulnerabilidad de un país a la deflación. Estos estudios pueden consultarse en www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=236.



El “Fondo de Vulnerabilidad” propuesto respaldaría los programas de protección social en los países en desarrollo.

Calendario 2009

2 de abril, Londres, Reino Unido

Cumbre del Grupo de los Veinte

14–16 de abril, Rio de Janeiro, Brasil

Foro Económico Mundial sobre América Latina

25–26 de abril, Washington

Reuniones de Primavera del FMI y el Banco Mundial

2–5 de mayo, Bali, Indonesia

Reunión Anual del Banco Asiático de Desarrollo

13–14 de mayo, Dakar, Senegal

Reunión Anual del Banco Africano de Desarrollo

15–16 de mayo, Londres, Reino Unido

Reunión Anual del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo

8–10 de julio, La Maddalena, Italia

Cumbre del Grupo de los Ocho

6–7 de octubre, Estambul, Turquía

Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial

Ver la crisis con claridad

Prakash Loungani traza una semblanza del economista

Nouriel Roubini

EN LA LISTA de las 50 personas más influyentes del mundo financiero elaborada por *Institutional Investor* para 2009 hay muchos altos funcionarios oficiales y presidentes de empresas como Ben Bernanke y Warren Buffet, pero solo un profesor de economía: en el puesto número 44, un escalón por debajo del inversionista saudita Príncipe Alwaleed bin Talal, figura Nouriel Roubini, de la Universidad de Nueva York.

Esta es una grata novedad para Roubini, quien se dedicó a la ciencia económica como medio de influir en la opinión y las políticas públicas. Hace dos décadas, se lo conocía en los círculos académicos por su influyente labor sobre la forma en que la situación política afectaba los resultados económicos. Diez años más tarde, comenzó a ganar fama fuera de ese ámbito como proveedor de información y análisis acerca de la crisis financiera de Asia. Hoy su nombre es ampliamente conocido, y se lo encomia por haber predicho que un colapso del sector inmobiliario de Estados Unidos provocaría quiebras de bancos y una profunda recesión.



Roubini viaja hoy por todo el mundo para pronunciar conferencias sobre los efectos del colapso que él predijo. Al describir un reciente itinerario de dos semanas, menciona Estambul, Dubai, Abu Dhabi, Londres, Moscú y —tras una pausa para recordar qué falta— Davos.

La influencia italiana

Roubini se describe como un “nómada mundial”. De ascendencia iraní y nacido en Estambul, creció en Israel y en Italia, y a fines de los años setenta estudió en la Universidad Bocconi de Milán. “En esa época había mucha turbulencia social y política en Italia. Y muchos como yo, aun en la adolescencia, tenían conciencia social y se preocupaban por el tema... La ciencia económica ofrecía una manera de comprender el mundo y de intentar cambiarlo para mejor a través de buenas políticas”.

Tuvo como modelo a Mario Monti, profesor de economía de Bocconi, quien pasó a ejercer gran influencia en los círculos políticos de Europa (véase una semblanza de Monti en la edición de junio de 2005 de *F&D*). Educado en Yale, Monti era, al decir de Roubini, “un líder y maestro carismático”, un académico serio pero interesado en las políticas públicas.

Cuando llegó el momento de elegir una universidad de posgrado, Roubini debió optar entre Cambridge (Reino Unido) y Cambridge (Massachusetts), como muchos estudiantes promisorios. Era tradición entre los estudiantes italianos asistir a la primera, atraídos por la presencia del destacado economista italiano Piero Straffa. Pero en los años ochenta, ya los estudiantes se inclinaban más por Massachusetts, donde otro gran economista italiano, Franco Modigliani, estaba instalado en el Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT).

Roubini eligió Cambridge, Massachusetts, pero asistió a Harvard, no al MIT. ¿Por qué? “No pude entrar en el MIT”, dice. “Pero por favor deje en claro que no me siento ofendido. Esas cosas suceden”. De hecho, pudo interactuar con las superestrellas de Harvard —Jeff Sachs, Larry Summers, Robert Barro y Greg Mankiw— y del MIT, donde solía asistir a las clases de Rudi Dornbush, Stan Fischer y Olivier Blanchard. Su primer empleo luego de graduarse de Harvard en 1988 fue en Yale.

Locuras fiscales

Influído por la saga de la lucha de Italia con grandes y persistentes déficits fiscales, Roubini se volcó al estudio de la política fiscal: la manera en que los gobiernos deciden cuánto gastar y cómo pagarlos. En ese momento los gobiernos gastaban pero no pagaban, no al menos en la forma correcta.

Dice Roubini que en los años setenta y comienzos de los ochenta muchos países de Europa tenían déficits de alrededor del 4% del PIB y algunos, como Bélgica, Grecia e Italia, de hasta el 10% del PIB. Como consecuencia, la deuda pública aumentó sustancialmente: en los países que más tarde conformarían la zona del euro “casi se duplicó, pasando de alrededor del 30% al 60%” de sus

ingresos combinados. Estados Unidos y Japón también registraban déficits persistentes.

En las esferas académicas había dos visiones acerca de las causas de los déficits públicos y de su gravedad. Según una de ellas, expresada por el Premio Nobel James Buchanan, había una tendencia crónica a tener déficits presupuestarios porque los políticos en pugna competían por los votos de grupos de interés prometiéndoles un flujo continuo de gasto público.

Según la otra vertiente, cuyo principal proponente era Robert Barro, en materia de gasto público los gobiernos tendían a hacer lo correcto a largo plazo: acumulaban déficits en momentos de necesidad, como guerras y recepciones, y pagaban la deuda —aunque lentamente— en épocas tranquilas. Esta visión estaba respaldada por el comportamiento de los gobiernos de Estados Unidos y del Reino Unido, que habían actuado más o menos de ese modo a lo largo de su historia.

La contribución de Roubini, en los trabajos que realizó a mediados de la década de 1980 con Alberto Alesina y Jeffrey Sachs, consistió en trazar un camino medio entre esas dos posturas. Así, observó cuidadosamente la situación política de los países para comprender cuándo era más probable que los gobiernos cedieran ante intereses especiales, pero sin restar importancia a los factores económicos que también contribuían a generar déficits.

En una serie de estudios, Roubini demostró que cuando el poder se dispersa, por ejemplo entre muchos socios políticos de un gobierno de coalición, hay una mayor tendencia al descontrol de los déficits presupuestarios, tendencia que aumenta cuanto más breve es la permanencia esperada del gobierno de coalición en el poder. Una situación económica adversa eleva las probabilidades de que estallen conflictos entre los socios de la coalición, exacerbando aún más la pérdida de control fiscal.

Esta combinación de política y economía permitía explicar mejor la evolución del déficit público en las diversas democracias industriales. Explicaba por qué a Italia, que tuvo décadas de gobiernos de coalición de corta duración, le resultaba difícil controlar el déficit presupuestario, pero también por qué Japón pudo sostener su plan para reducir los déficits presupuestarios en la década de 1980, gracias al espacio político que le brindaba el control mayoritario ininterrumpido del partido gobernante y su esperada longevidad en el poder.

Esclavitud fiscal

Japón fue un adelantado en la tendencia hacia la corrección fiscal que caracterizaría a las economías industrializadas a mediados de los años ochenta. Roubini opina que quizás haya habido una reacción de los votantes ante la enorme expansión del sector público en la década anterior. “Alrededor de 1985”, señala, “todos los gobiernos del G-7 estaban liderados por partidos de centroderecha” y reinaba un clima de moderación fiscal. Prevalecía la noción de que se necesitaban reglas fiscales (parámetros explícitos) para controlar la tendencia de los gobiernos a acumular déficits desmedidos.

Los ejemplos más destacados de tales reglas aparecen en el Tratado de Maastricht de 1992, que fijaba a los países condiciones previas para su ingreso en la Unión Monetaria Europea. En el plano fiscal, los déficits presupuestarios no debían superar el 3% del PIB ni la deuda pública ser mayor que el 60% del PIB.

En un documento de 1993, ahora famoso, “Excessive Deficits: Sense and Nonsense about the Maastricht Treaty” (escrito con su colega de Yale Willem Buitre y el entonces estudiante Giancarlo Corsetti), Roubini criticaba esos criterios como un grave exceso de rigor fiscal. El problema de los criterios de Maastricht era que no contemplaban el estado de la economía. Aun frente a una recesión, se esperaba que los gobiernos se ciñieran al plan de reducir el déficit y la deuda hasta cumplir con los criterios.

Esos criterios tampoco reconocían que parte del gasto público adoptaba la forma de inversiones —por ejemplo en infraestructura— capaces de generar ingresos futuros. Su aplicación “exigiría un grado excesivo de retracción fiscal que afectaría negativamente el nivel de actividad económica”, afirmaban Roubini y sus colegas, y recomendaban: “no tener en cuenta los criterios o aplicarlos sin demasiado rigor”.

En cualquier caso, a algunos países de Europa les resultó difícil cumplir los criterios establecidos, aunque de todos modos se los admitió en la unión. Y en 2005 las reglas se tornaron más flexibles, dando a los países un margen más explícito para dejar que aumentara el déficit ante circunstancias económicas adversas. Roubini respalda esos cambios y se siente reivindicado: “Creo que las modificaciones van en la dirección de lo que habíamos señalado desde un principio en 1993. Les llevó un tiempo, pero finalmente se hizo algo sensato”.

El drama de Asia

Gracias a su labor sobre los ciclos políticoeconómicos y las reglas fiscales, el nombre de Roubini se iba haciendo conocido en los círculos académicos. Pero su reconocimiento creció visiblemente durante la crisis de Asia de 1997-99 como resultado de un acto de generosidad inusual entre los académicos. Roubini armó una página de Internet, en la cual mostraba y catalogaba material sobre la crisis, tales como informes del FMI y de otros organismos, artículos de periódicos y revistas, análisis del sector privado e investigaciones académicas.

Rápidamente la “página de Roubini” se convirtió en el primer punto de búsqueda para todos los interesados en seguir o combatir la crisis. En enero de 1998, *The New York Times* reconoció su influencia, observando que “el profesor Roubini mantiene un sitio (...) que incluso a quienes no posean un master en administración de empresas puede resultar útil para aprender sobre la crisis. Lo que al sitio le falta en detalles de diseño lo compensa en análisis, cantidad de enlaces y una cronología detallada”. Hoy, Roubini reconoce riéndose que “el periodista tenía razón acerca del diseño. En esos días yo mismo mantenía la página. Era solo un tablón de enlaces, carente de toda sofisticación”.

Durante la crisis de Asia, Roubini no se limitó a compilar información sino que la analizó activamente. Con sus estudiantes Corsetti y Paolo Pesenti, brindó el estudio más completo de la crisis, elaborado casi en tiempo real para los estándares del ámbito académico. En el documento de noviembre de 1998, Roubini y

sus colaboradores escribieron que la causa fundamental de la crisis asiática era “una larga tradición de avales públicos para proyectos privados. Aunque no hubiera promesas explícitas de un rescate (...), el sector empresarial en gran medida pasaba por alto los costos y riesgos de los proyectos de inversión subyacentes”.

Roubini acusó a los gobiernos de Asia de aplicar políticas que estaban “enredadas en una vasta maraña de favoritismo personal y político con el sector empresarial” e intervenciones a favor de empresas en dificultades. En un contexto tal, los mercados operaban conforme al supuesto de que tenían asegurado el rendimiento de su inversión frente a las adversidades. Los bancos siguieron el juego, “canalizando fondos hacia proyectos que eran marginales, cuando no directamente improductivos, desde el punto de vista social”.

Esa visión de la crisis resultaba entonces polémica porque parecía culpar a la víctima. Pero Roubini defiende su análisis. “Todavía lo veo como una historia de riesgo moral”, asevera. El economista Paul Krugman “tenía razón cuando decía que era un juego de ‘cara, gano yo; cruz, pierde el contribuyente’”. Fue así porque los inversionistas creían que el gobierno los protegería de la mayoría de las pérdidas que hubo”.

En su asesoramiento sobre las políticas necesarias para superar la crisis, Roubini y sus coautores contemplaban ciertos matices. A mediano plazo, sostenían, el saldo fiscal tendría

Otras voces de alerta

Roubini advierte que hubo otros que alertaron sobre la crisis antes que él, y a menudo con igual contundencia: “Raghuram Rajan dio un discurso muy fuerte en 2005”, sobre la excesiva asunción de riesgos en los mercados financieros y la posibilidad de un estallido a gran escala. “Merece mucho crédito por hablar claro”, asegura, “especialmente porque todavía ocupaba un cargo oficial” (como economista jefe del FMI). Rajan devuelve el cumplido, reconociéndole a Roubini el haber actuado según sus convicciones y señalando que los académicos a veces están sometidos a sus propias restricciones: “La mayoría de los académicos (...) teme hablar de ciertas cosas cuando no todo encaja proplijamente en un modelo”.

Otra importante llamada de alerta provino del Banco de Pagos Internacionales (BPI), en cuyo informe anual de julio de 2007 se advirtió que la economía mundial corría el peligro de una sustancial desaceleración a raíz de un aumento descontrolado del crédito. Roubini dice que el hecho de que sus opiniones fueran compartidas en círculos oficiales como el BPI lo ayudó a “mantener el rumbo” y añade que supo que “la batalla estaba ganada” cuando muchos analistas de Wall Street y comentaristas de los medios reconocieron que él había estado en lo cierto.

Abby Joseph Cohen, de Goldman Sachs, dice que “Roubini estuvo entre los primeros en dar la alarma” acerca de la fragilidad financiera, y que los participantes del mercado ya no ven sus opiniones como “escenarios de baja probabilidad que interesan principalmente a los economistas académicos”. El columnista del *Financial Times* Martin Wolf escribió en febrero de 2008 que “los escenarios que describe el profesor Roubini son tan tétricos que erizan la piel. Pero su pensamiento merece ser tomado en serio. Fue el primero en predecir una recesión en julio de 2006. Su visión era entonces extremadamente controvertida. Ya no lo es”.

que mejorar para absorber los costos del rescate de los sectores financiero y empresarial. Pero como “a corto plazo la crisis llevó a una fuerte caída de la inversión y del producto en la región de Asia”, la implementación de este ajuste debería posergarse, “aun a costa de registrar temporalmente grandes déficits fiscales”. Los planes internacionales de rescate —como los encabezados por el FMI— pueden “desempeñar un papel crucial”, afirmaron, “al ayudar a aliviar la contracción y evitar una caída aún mayor de la inversión y del consumo”.

En estos 10 años, su página unipersonal de Internet sobre la crisis de Asia se ha transformado en una operación de 40 personas denominada *Roubini Global Economics Monitor*, en la que se compila y analiza información sobre todas las cuestiones económicas internacionales.

Más que muchos académicos, Roubini ha sido un defensor del FMI. Piensa que ello se debe en parte a que “conoció la institución desde adentro” a una temprana edad. En 1985, durante su segundo año de estudios de posgrado, hizo una pasantía en la institución. Desde entonces ha vuelto a ella muchas veces y fue asesor del Tesoro de Estados Unidos desde 1999 hasta 2001. Durante 2001–02, trabajó con el personal técnico del FMI en el desarrollo de un método para detectar vulnerabilidades en los sectores financiero y empresarial, y escribió (con Brad Setser, ahora miembro del Consejo de Relaciones Exteriores) un libro que se ha convertido en material habitual de referencia sobre las respuestas de política apropiadas a las crisis de los mercados emergentes, titulado *Bailout or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*.

Problemas emergentes

Aunque gracias a su labor relativa a las crisis de Asia y de otros mercados emergentes Roubini se hizo muy conocido entre las autoridades oficiales y algunos segmentos de los medios de comunicación, su verdadero ascenso a la fama se produjo cuando comenzó a alertar sobre una crisis que acechaba mucho más cerca. Roubini dice que a partir de 2005, y cada vez más en 2006, la escalada de los precios de los activos, las prácticas crediticias laxas de los sectores financiero y empresarial, y los grandes déficits en cuenta corriente lo llevaron a preguntarse por qué Estados Unidos, que se parecía a un mercado emergente, no estaba aún en bancarrota.

El especialista fue uno de los pocos observadores que transmitieron sus advertencias a audiencias incrédulas, cuando no directamente hostiles (véase el recuadro). En 2006, la economía mundial acababa de registrar su período quinquenal de más rápido crecimiento en 30 años y la economía de Estados

Unidos marchaba bien, habiendo superado los efectos del estallido de la burbuja tecnológica y del ataque terrorista del 11 de septiembre. En septiembre de 2006, en un ya célebre discurso, Roubini advirtió a un auditorio de funcionarios técnicos del FMI que había un riesgo superior al 50% de que Estados Unidos cayera en recesión al año siguiente. Desde hacía varios años, los estadounidenses estaban embarcados en un desborde de consumo, en la que muchos recurrieron al valor de sus viviendas como un “cajero automático”. Ahora, advirtió, “el agotamiento de los consumidores” es inminente.

Roubini trazó un paralelo entre 2006 y 2001, cuando la economía de Estados Unidos había caído por última vez en una recesión: “Lo que ocurre hoy es que, en lugar de una sobreoferta de bienes tecnológicos, hay sobreoferta de viviendas y también de bienes de consumo duraderos”. La Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos no podría evitar una recesión, expresó, “por la misma razón por la cual la distensión monetaria no funcionó en 2001”. Si existe sobreoferta, “hay que ir reduciéndola, y en realidad las tasas de interés no importan”. Roubini predijo también que el resto del mundo no se “desconectaría” de la situación de Estados Unidos.

Charles Collyns, Subdirector del Departamento de Estudios del FMI, asegura que cuando Roubini volvió a hablar en el FMI un año más tarde, ya había quedado demostrado que en gran medida tenía razón. De hecho, bromeó Collyns en 2007, “quizá Nouriel no había sido suficientemente pesimista” en su discurso del año anterior. Collyns también afirmó que las opiniones de Roubini contribuyeron a que el FMI observara precozmente con preocupación las perspectivas mundiales.

Encontrar un equilibrio

Actualmente Roubini lleva una vida atareada, tratando de ser un académico, un fanático del análisis de políticas y un emprendedor, todo ello “a tiempo completo”. Reconoce que debe encontrar un mejor equilibrio entre las tres actividades, pero no sabe cuál de ellas reducir.

En estos 10 años, su página unipersonal de Internet sobre la crisis de Asia se ha transformado en una operación de 40 personas denominada *Roubini Global Economics Monitor*, en la que se compila y analiza información sobre todas las cuestiones económicas internacionales. Roubini dice que su actividad como empresario le ha aportado conocimientos sobre negocios que como profesor universitario de economía nunca tendría. Comparte esta opinión su ex colega de Yale Robert Shiller, también un hombre de negocios exitoso, quien sostiene que “para un economista académico, es bueno dirigir una empresa”.

¿Quizá será tentado a sumarse al gobierno de Obama? Roubini lo considera improbable y agrega: “En los últimos años me he acostumbrado a poder escribir libremente y a expresar mis puntos de vista sin limitaciones. Sería un duro ajuste encontrarme en una situación en la que cada palabra que diga tenga que ser autorizada por alguien”. En cambio, se siente satisfecho de poder influir indirectamente en las políticas a través de sus opiniones. “No quiero exagerar mi influencia, pero pienso que ahora, cuando escribo algo, la gente lo lee y reflexiona sobre ello. Con eso soy feliz”. ■

Prakash Loungani es Asesor del Departamento de Estudios del FMI.

Transformación de la economía mundial

Jean Pisani-Ferry e Indhira Santos

La crisis económica y financiera marca el fin (por ahora) de la rápida expansión de la globalización

LA TURBULENCIA económica y financiera en la que está sumido el mundo es la primera crisis de la actual era globalizada. La vasta experiencia acumulada sobre crisis financieras en un país o una región en particular sirve para formular políticas correctivas. Pero la mayoría de la gente no recuerda haber vivido una crisis financiera a escala mundial, y la experiencia de los años treinta es alarmante porque en ese entonces los gobiernos no pudieron preservar la integración económica ni responder en forma coordinada.

Desde antes de esta crisis, la globalización ya tenía críticos. Pese al auge económico mundial, no todos estaban convencidos de las ventajas del libre comercio y del movimiento de capitales y mano de obra por todo el mundo. Los economistas, las empresas y algunos políticos eran

partidarios del fenómeno, pero los detractores decían que la globalización resultaba más favorable para el capital y los ricos que para el trabajo y los pobres.

La crisis y las respuestas de los países ya han empezado a reordenar la economía mundial y a reequilibrar las fuerzas políticas y económicas de la globalización. Los motores de la reciente ola de globalización —mercados abiertos, cadena mundial de oferta, empresas integradas a escala mundial y propiedad privada— están perdiendo potencia, y ha resurgido el proteccionismo. Y las empresas de gran movilidad mundial están retornando a sus raíces nacionales.

Veamos cómo incidió la globalización en el origen y la evolución de la crisis, cómo se está transformando la economía mundial y cuáles son las posibles respuestas en materia de política.



Una fábrica clausurada en Dongguan, China.

Más que fallas de regulación

Al comienzo muchos analistas no captaron el carácter real de la crisis. Casi todo el interés estaba centrado en la regulación del mercado y la supervisión de las instituciones financieras y no en las causas macroeconómicas básicas de la crisis. Hasta noviembre del año pasado, cuando el Grupo de los Veinte (G-20) principales países industriales y economías emergentes emitió un comunicado tras su reunión de emergencia en Washington, la mira estaba puesta en las fallas de regulación y supervisión, y en posibles medidas correctivas de ese tenor, que llenaban la apretada agenda del G-20.

Esto se debió en parte a que la crisis que se esperaba no se materializó: no se produjo ni un desplome del dólar de EE.UU. ni una venta masiva de bonos del Tesoro de ese país. Pero los efectos de las fallas microeconómicas, pese a ser reales, habrían sido mucho más limitados de no haber mediado el insaciable apetito de activos AAA de Estados Unidos. La fuerte demanda internacional de esos activos, alimentada en gran medida por la acumulación de superávits en cuenta corriente en las economías

emergentes y petroleras, y el entorno de incentivos económicos perversos y poca regulación crearon una mezcla explosiva (véase la edición de junio de 2008 de *F & D*).

No obstante, el enmarañado sistema mundial ayudó a ocultar cómo operaba, y por mucho tiempo nadie se percató cabalmente del vínculo entre los desequilibrios mundiales de pagos y la demanda de activos financieros seguros (o aparentemente seguros) y la producción de esos activos (Caballero, 2009). Además, un trasfondo político enturbió el debate internacional: desde que Ben Bernanke planteara la hipótesis del “exceso de ahorro mundial” en 2005, Estados Unidos ha insistido en que el principal problema macroeconómico mundial no era su déficit en cuenta corriente, sino más bien la fuerte propensión de China a ahorrar.

Un segundo error se remonta a los inicios de la crisis. *Hasta el tercer trimestre de 2008 se esperaba que las economías no afectadas directamente por la crisis de las hipotecas de alto riesgo capearan el temporal* e impulsaran al resto de la economía.

Ciertos indicios apuntaban a este “desacoplamiento”. Según el FMI, mientras que los bancos de Estados Unidos y de Europa sufrieron respectivamente un 57% y un 39% de las pérdidas financieras por deuda titulizada de origen estadounidense, las instituciones asiáticas solo absorbieron un 4% de esas pérdidas (FMI, 2008). Esto explica el agotamiento simultáneo de la liquidez en los mercados interbancarios de Europa y Estados Unidos a mediados de 2007, y concuerda con el hecho de que la integración financiera transatlántica era mucho más intensa

Resulta imperativo evitar el efecto recesivo de una merma de los flujos de capital a las economías emergentes y en desarrollo sumada a una fuerte acumulación de divisas.

que entre cualquier otro par de regiones (Cohen-Setton y Pisani-Ferry, 2008). Por lo tanto, la paralización del sistema bancario con hipotecas de alto riesgo y la consiguiente escasez de crédito fueron sobre todo un fenómeno de Estados Unidos y Europa.

Pero ahora el crecimiento está disminuyendo drásticamente en todas las regiones. La esperanza de un “desacoplamiento” se esfumó el 15 de septiembre de 2008, con la quiebra de Lehman Brothers y sus repercusiones en los mercados de capital. Como lo demuestra vívidamente el “mapa térmico” del FMI sobre la crisis (Blanchard, 2008), los mercados emergentes y en desarrollo fueron víctimas inmediatas del notable aumento de la aversión al riesgo y la consiguiente frenada abrupta de las entradas de capital. El shock fue especialmente duro para los países importadores de capital, sobre todo en Europa central y oriental, donde los desequilibrios preexistentes se agravaron y surgió la necesidad de recurrir al FMI. Pero también fue severo para los países que habían acumulado reservas en divisas, como Corea. En ese caso la transmisión se produjo a través de los flujos netos de capital y no de la integración de los mercados de capital, representada por el monto bruto de activos y pasivos externos (algunos de estos países apenas tenían activos estadounidenses, o tenían sobre todo bonos del Tesoro, cuyo valor ha aumentado en meses recientes). Los flujos netos de capital privado a las economías emergentes se redujeron a finales de 2008, y se proyecta que serán de US\$165.000 millones en 2009, o un 82% menos que en 2007 (IFI, 2009). Una vez más, la gran volatilidad de los flujos internacionales de capital ha sido un poderoso factor de contagio.

Por último, *el comercio constituye sin duda un importante canal de transmisión en Asia oriental*, cuyas exportaciones combinadas a América del Norte y Europa representan un descomunal 12% del PIB de la región. Esto basta para hacer del desacoplamiento un espejismo. El comercio no ha sido solo un vector de contagio, sino un acelerador. Según cifras de finales de 2008, el comercio mundial y la producción industrial sufrieron reducciones simultáneas de dos dígitos, con contracciones

interanuales de las exportaciones de entre el 10% y el 20% en varios países asiáticos. Aún no se puede distinguir en qué grado incidieron la caída de la demanda y el ajuste de las existencias, y en qué medida influyó la paralización del crédito comercial, pero sí se sabe que la contracción del comercio internacional es tanto un canal de transmisión como un factor que aceleró la merma de la producción.

La crisis además ha demostrado que, pese a la integración regional y al surgimiento de nuevas potencias económicas, a la economía mundial le cuesta recuperarse. Después de todo, las pérdidas por hipotecas de mala calidad que desencadenaron el desapalancamiento masivo fueron de unos US\$100.000 millones, es decir, tan solo 0,7% del PIB de Estados Unidos y 0,2% del PIB mundial, o sea, cifras insignificantes. Cabe preguntarse ahora cómo incidirá la actual recesión mundial en la globalización, y qué pueden hacer las economías y los organismos internacionales al respecto.

Globalización: ¿Cambio de rumbo o fin del camino?

La crisis ya ha empezado a afectar los motores que impulsaron la rápida globalización en los últimos años.

Para comenzar, *la participación pública en el sector privado ha aumentado mucho en los últimos meses* (véase el gráfico). De los 50 bancos más grandes de Estados Unidos y la Unión Europea, 23 y 15, respectivamente, han recibido inyecciones de capital estatal; es decir, los bancos que representaban respectivamente el 76% y el 40% de la capitalización del mercado antes de la crisis ahora dependen de los contribuyentes. Otros sectores, como el automotor y el de los seguros, también han recibido asistencia. Sea cual fuere la intención, este apoyo público sin duda va a afectar la conducta de las empresas que antes se movían por el mundo.

Segundo, *la crisis es un reto para las empresas mundialmente integradas.* La integración económica de los últimos 25 años fue impulsada por empresas que buscaban reducir costos y contratar talentos. Pero estas empresas sufrieron los primeros efectos de la crisis con el colapso de los bancos transnacionales. Estas otrora poderosas instituciones de repente no sabían qué gobierno las ayudaría. Hubo casos en que los gobiernos cooperaron —como Bélgica y Francia con el banco Dexia—, pero otras veces las decisiones dependieron de intereses nacionales, como en el caso de Fortis, un prestamista y asegurador belga-holandés. No solo quedó claro que los sistemas de supervisión y regulación eran inadecuados, sino también que los únicos capaces de rescatar a las instituciones financieras eran los gobiernos nacionales. Pero la ayuda pública implica el riesgo de que las empresas transnacionales se conviertan en defensoras de intereses nacionales. Ahora ningún ejecutivo de una empresa que haya recibido asistencia puede repetir lo que dijo Manfred Wennemer (ejecutivo a cargo de Continental, el fabricante alemán de neumáticos) para justificar los despidos en la planta de Hanover en 2005: “Mi obligación es para con mis 80.000 empleados en todo el mundo” (*The Economist*, 18 de mayo de 2006).

En tercer lugar, *las respuestas nacionales a la crisis pueden generar una fragmentación económica y financiera.* Hay indicios de que los pedidos de los gobiernos para que los ban-

cos sigan prestando a los clientes internos están provocando un racionamiento exagerado del crédito a los mercados extranjeros. Esto sucedió hace poco cuando el gobierno holandés le pidió a ING Bank que ampliara sus préstamos internos y redujera su balance general. Como las empresas en las economías emergentes y menos desarrolladas dependen mucho del crédito externo, esto las deja especialmente vulnerables al proteccionismo financiero. Además, la ayuda estatal —motivada por legítimas preocupaciones de empleo— suele favorecer, aunque sea implícitamente, a la economía local, y ese sesgo hacia el empleo y los productos nacionales se nota, por ejemplo, en el plan de ayuda al sector automotor francés, en la ley de estímulo fiscal estadounidense y hasta en lemas recientes usados por el Primer Ministro británico.

Un último hecho no menos destacado es que, *pese al compromiso del G-20 de noviembre pasado de no elevar los aranceles, estos han subido desde el comienzo de la crisis en varios países, desde India y China hasta Argentina y Ecuador*. Algo parecido sucedió el año pasado cuando los países restringieron las exportaciones para proteger a los consumidores internos del alza de los precios internacionales de los alimentos.

No se sabe si estos cambios son solo reacciones a corto plazo ante un shock importante, o si se trata de nuevas y preocupantes tendencias. Como mínimo, el equilibrio político-económico se ha alterado significativamente. Durante el auge económico, la globalización gozaba, en el mejor de los casos, de un respaldo leve, pero ahora el péndulo parece estar moviéndose en sentido contrario. Esto trae a colación dos lecciones de la historia. Una es que las protecciones son duraderas; tal ha sido el caso de las barreras comerciales erigidas en los períodos de entreguerras, que demoraron varios decenios en desaparecer. Y la otra es que, si bien gran parte de los avances recientes en la liberalización del comercio han sido institucionalizados y probablemente no se revertirán como en los años treinta, la espiral descendente del proteccionismo actúa con rapidez.

Juntos, estos riesgos plantean un desafío clave a la integración. Esto es cierto incluso a escala regional. En Europa, la divergencia económica va en aumento, mientras que en Asia

oriental la cooperación ha sido limitada, por no decir muy débil, a pesar del violento shock que afecta a la región.

No cabe duda de que la crisis alterará la gestión de gobierno y el panorama económico mundial. La prueba de fuego sigue siendo el fomento de la cooperación internacional en un

En una recesión profunda surge inevitablemente la tentación de exportar desempleo con políticas cambiarias que empobrecen al vecino.

momento en que es fuerte la tentación de buscar soluciones internas. Las respuestas no están en el nacionalismo sino más bien en un multilateralismo más profundo. ¿Pero qué deben hacer exactamente los actores mundiales y los gobiernos nacionales?

El plan de políticas

Los datos indican que la reforma del marco regulatorio y de supervisión es solo una parte de la solución. En abril, el G-20 tiene que abordar temas más amplios, como el comercio, la integración financiera y las políticas macroeconómicas. Además, la cooperación mundial en materia de políticas requiere un marco institucional adecuado, y por eso es probable que la reforma de las instituciones internacionales vuelva a la mesa de debate. Sugerimos por lo tanto un temario con cinco puntos: tres relacionados con el comercio mundial y la macroeconomía, y dos con tareas de las instituciones financieras internacionales.

Preservar la integración comercial. Hay que evitar a toda costa agravar la crisis y el contagio. El compromiso de noviembre del G-20 de “[abstenerse] de levantar nuevas barreras a la inversión o al comercio de bienes y servicios, de imponer nuevas restricciones a las exportaciones o implementar medidas incoherentes con la Organización Mundial del Comercio (OMC) para estimular las exportaciones” resulta claramente insuficiente. Deja muy abiertas varias rutas para el proteccionismo, como aumentos de los aranceles aplicados, subsidios, adquisiciones públicas sesgadas, préstamos obligatorios a clientes internos y presiones para que las empresas manufactureras y de servicios preserven empleos en el país. El G-20 más bien debe acordar un código de conducta que defina qué medidas de rescate y apoyo son aceptables durante las crisis (que afecten el comercio ya sea directa o indirectamente) y cuáles no lo son, y encargar la supervisión a la OMC y la OCDE, con disposiciones similares a escala regional.

Diseñar programas de estímulo nacional y de ayuda que favorezcan la globalización. Los gobiernos deben evaluar los planes que el G-20 formuló en noviembre para fomentar la recuperación mundial con programas de estímulo, y analizar la magnitud y suficiencia de los esfuerzos anunciados hasta ahora. La cooperación internacional en este ámbito es de por sí delicada, ya que, como señaló sin rodeos un ministro irlandés, “para Irlanda, el mejor tipo de estímulo fiscal es

Inyección de fondos públicos

Los bancos están recurriendo cada vez más a los contribuyentes.

(Tamaño de las recapitalizaciones con fondos públicos, porcentaje del PIB)



Fuentes: Departamento del Tesoro de Estados Unidos; Comisión Europea; gobiernos nacionales, y cálculos de Bruegel.

Nota: Datos al 11 de febrero de 2009. Los montos se limitan a inyecciones de capital de nivel 1. Los países con asterisco no especificaron un monto total máximo de intervención.

el que recibimos de nuestros socios comerciales. A la larga, ellos reactivarán la demanda de nuestras exportaciones sin que nos cueste nada" (Willie O'Dea, Ministro de Defensa, *Irish Independent*, 4 de enero de 2009). Los programas hasta ahora varían mucho en tamaño y contenido y, aun si no son distorsionantes, muchos favorecen la oferta en industrias de alto contenido local, como la infraestructura. Esto es perfectamente legal y hasta cierto punto inevitable, porque los

Una ampliación de la voz y la representación de las economías emergentes y en desarrollo . . . supone una menor representación de Europa y la eliminación del voto de Estados Unidos.

gobiernos responden a los intereses de los contribuyentes, que quieren que su dinero rinda beneficios. Pero no resulta eficiente, porque el sector de bienes transables (junto con la construcción) es uno de los más afectados por la crisis. Provisionalmente, el G-20 debería acordar un conjunto de principios sobre el contenido de los programas de estímulo y ayuda, e incluir en el código de conducta los aspectos que podrían ser más distorsionantes.

Evitar políticas cambiarias que generen inestabilidad externa. En una recesión profunda surge inevitablemente la tentación de exportar desempleo con políticas cambiarias que empobrecen al vecino. Por suerte este fenómeno aún no se ha presentado a gran escala, pero el G-20 debería reafirmar la necesidad de evitar tales medidas y pedir al FMI que vigile en tiempo real los tipos de cambio y comunique de inmediato las infracciones. Este principio se acordó en 2007, y es especialmente pertinente en el contexto actual.

Generar confianza en el seguro multilateral más que en el autoseguro. Resulta imperativo evitar el efecto recesivo de una merma de los flujos de capital a las economías emergentes y en desarrollo sumada a una fuerte acumulación de divisas. Este peligro es muy real, y la mayoría de las economías emergentes han sufrido las funestas consecuencias de una frenada brusca de las entradas o una fuga de capital, sobre todo en Europa central y oriental, región que hasta hace poco había recuperado terreno gracias al capital extranjero. Además, la lección que muchos extraen de la crisis es que para autoasegurarse contra estos eventos se necesitan aún más reservas. Esto crearía una "paradoja de ahorro" internacional, o sea, la acumulación generalizada de superávits en cuenta corriente en el peor momento, incluso en Asia, donde las reservas ya son cuantiosas. Y además de agravar la crisis al alimentar la demanda de activos financieros de Estados Unidos, la acumulación de reservas es una forma individualmente costosa y colectivamente ineficiente de protegerse contra crisis deriva-

das de la falta de confianza en el seguro multilateral de las instituciones financieras internacionales, en especial el FMI. Hay que restablecer la confianza en el sistema. El nivel de recursos necesario y la combinación óptima de seguros multilaterales y regionales son temas válidos de debate. El modelo, que no tiene que ser igual para todas las regiones, debería permitir ahorros sustanciales de capital.

Armonizar la representatividad en las instituciones financieras internacionales con las realidades actuales. La reforma reciente de las cuotas y la representación en el FMI obviamente no bastó para crear o recrear el necesario sentido de pertenencia de las regiones emergentes y en desarrollo. El G-20 ha pedido a los ministros que propusieran reformas de las instituciones financieras internacionales, incluida una ampliación de la voz y la representación de las economías emergentes y en desarrollo. Este cambio indispensable —que en la práctica supone una menor representación de Europa y la eliminación del voto de Estados Unidos— se facilitará si se expande el contexto del debate sobre la redistribución del poder (como se sugirió anteriormente).

El G-20 tiene ante sí una tarea enorme, pero es el foro idóneo para llevarla a cabo. Es cierto que la declaración de noviembre de 2008 se refería en general a los países y regiones con los mercados financieros más sofisticados. En cambio, para garantizar que a corto plazo la crisis no desemboque en una fragmentación económica, y que el comercio internacional y las finanzas no se conviertan en potentes factores de contracción económica, se necesita un foro más amplio, como el G-20. Si los gobiernos de este último logran interactuar con las instituciones internacionales y aprovechar su capacidad analítica, la crisis podría convertirse en una oportunidad para establecer un marco más sólido y legítimo para encauzar la globalización. ■

Jean Pisani-Ferry es Director del Instituto de Estudios Bruegel, en el que Indhira Santos es investigadora. Martin Kessler proporcionó asistencia en la investigación.

Referencias:

- Bernanke, Ben, 2005, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", discurso pronunciado en la conferencia Sandridge, Virginia Association of Economics, 10 de marzo, Richmond, Virginia.
- Blanchard, Olivier, 2008, "The World Financial and Economic Crisis", Conferencias de Munich, CESifo Conference, noviembre, Munich, Alemania.
- Caballero, Ricardo, 2009, "A Global Perspective on the Great Financial Insurance Run: Causes, Consequences, and Solutions", notas preparadas para cena de ex-alumnos de Economía de MIT, 20 de enero, Nueva York.
- Cohen-Setton, Jérémie, y Jean Pisani-Ferry, 2008, "Asia-Europe: The Third Link", Bruegel Working Paper 008/04 (Bruselas, Bélgica).
- Fondo Monetario Internacional, 2008, Global Financial Stability Report, octubre (Washington).
- Instituto de Finanzas Internacionales (IFI), 2009, "Capital Flows to Emerging Market Economies" (Washington).
- O'Dea, Willie, 2009, "Why Our Response to Crisis Isn't Wrong", en The Irish Independent, 4 de enero (Dublín).
- The Economist, 2006, "Germany's Export Champions", 18 de mayo (Londres).

Fuerte impacto

Cuatro países sufren graves trastornos a causa de la desaceleración económica mundial

(Valor de la exportación de mercancías; variación porcentual trimestral anualizada)



UNO de los indicadores clave de la magnitud de la crisis económica mundial es la contracción del comercio internacional. Detrás de la disminución proyectada del volumen global de comercio internacional en 2008, que presuntamente será aun mayor en 2009, se encuentra la realidad ineludible de países que ven derrumbarse sus mercados de exportación, desvanecerse el financiamiento del comercio y alterarse las corrientes de migración. Ucrania y Singapur, fabricantes de acero y de electrónica de consumo, respectivamente, se enfrentan a la caída de la demanda y de los precios de sus productos. Burkina Faso pierde compradores de textiles a pesar de las reformas del sector algodonero, e Irlanda no puede mantener empleados a los inmigrantes que atrajo su sector tecnológico.

Fuentes: Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.

La fatiga del metal

En Ucrania, las utilidades derivadas del acero se reducen debido a la situación de la economía mundial

David Hofman

EL PRECIO del acero es muy sensible a la desaceleración mundial. Por tanto, las utilidades de los principales exportadores están estrechamente vinculadas con la economía global. La aguda contracción de la industria automotriz y de la construcción —y la consiguiente caída del precio del acero— en el marco de la actual desaceleración ha tenido un efecto negativo en Ucrania.

La economía de ese país, octavo productor de acero del mundo, depende mucho del sector siderúrgico, que —si se calcula directamente— representa alrededor del 12% del ingreso nacional y más de la tercera parte de la exportación de bienes. Su importancia indirecta es aún mayor, pues de él dependen muchas otras actividades económicas. Por tanto, el crecimiento del PIB generalmente está subordinado al precio mundial del acero (véase el gráfico).

En el pasado, esta fuerte vinculación con el precio de los metales ayudó a impulsar la economía. El repunte de los precios del acero en 2000–08 (a niveles muy superiores a la tendencia descendente de largo plazo) estimuló la exportación y un notable crecimiento del PIB: entre 2001 y 2007 el crecimiento medio anual real fue del 7½%. Los ingresos de exportación y las cuantiosas entradas de capital fomentaron la expansión del crédito interno, y se registró una rápida alza de las acciones y la vivienda. Se produjo un fuerte incremento del déficit en cuenta corriente con el exterior al aumentar las importaciones, y una subida descontrolada de la inflación. Las políticas del gobierno y, en particular, el tipo de cambio fijo de facto, no lograron reducir los crecientes desequilibrios.

Una corrección fuerte

Si bien los precios del acero no podían mantenerse a los niveles de 2007 y 2008, pocos podían haber previsto la rapidez con que se desplomaron a fines de 2008. En el marco de la crisis económica mundial, el auge del precio de las materias primas de los últimos años se contuvo abruptamente, y la contracción de la industria automotriz y de la construcción tuvo un efecto especialmente negativo en la industria siderúrgica.

En noviembre de 2008, los precios del acero habían caído más de un 80% respecto de su punto casi máximo de agosto, situándose en un nivel cercano a su tendencia de largo plazo. Si bien el ajuste fue rapidísimo, esta fuerte corrección de precios tenía precedentes. En efecto, los precios del acero se han desplomado



Fábrica de acero en Donetsk, Ucrania.

en todas las recesiones mundiales desde comienzos de los años setenta, ubicándose siempre en su nivel tendencial de largo plazo o por debajo de este.

Esto ha tenido un fuerte efecto en Ucrania. La producción industrial —encabezada por la del acero, que bajó en un 50%— se contrajo cerca de un 25% entre septiembre y diciembre de 2008, y las exportaciones se redujeron precipitadamente. Los resultados económicos globales empeoraron. Las cifras preliminares del PIB indican que el producto real desestacionalizado dismi-

nuyó en alrededor del 9% durante el cuarto trimestre. A esto se sumó una compresión del crédito externo al aumentar la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales, debido a lo cual los diferenciales de los bonos ucranianos se dispararon y la bolsa cayó aproximadamente un 75%.

Régimen monetario insostenible

El fuerte shock de los precios del acero y la pérdida de acceso a los mercados internacionales de capital hicieron insostenible un régimen cambiario rígidamente controlado. Seguidamente, las inquietudes sobre la volatilidad del tipo de cambio y la estabilidad de los bancos causaron

una retirada masiva de depósitos. Esto creó fuertes tensiones en el sistema bancario, que ya era vulnerable debido al rápido aumento reciente del crédito, incluido el crédito en moneda extranjera a hogares sin cobertura.

Para abordar los efectos negativos del shock de precios del acero y la compresión del financiamiento externo, las autoridades han adoptado un programa de ajuste respaldado con un préstamo del FMI por US\$16.400 millones aprobado en noviembre de 2008. ■

David Hofman es Economista del Departamento de Europa del FMI.

Reinicio obligatorio

La industria electrónica de Singapur se congela al caer la demanda en los principales mercados de exportación

Roberto Guimaraes y Alessandro Zanello

EN LOS últimos 12 meses, los mercados occidentales, que por años consumieron ávidamente electrodomésticos fabricados en Singapur, se han despeñado. Sin crédito ni confianza, el público europeo y estadounidense ya no corre a comprar computadoras, teléfonos inteligentes y cámaras digitales de última generación. La desaceleración mundial ha castigado frontalmente a Singapur: su crecimiento económico, que en 2007 trepó a casi un 8%, en 2008 apenas llegó al 1½%.

Esta gran sensibilidad a los sucesos mundiales refleja la estructura industrial y las áreas de especialización de Singapur. El crecimiento de las economías avanzadas afecta directamente a un tercio de esta economía, que gira en torno a la manufactura (sobre todo de equipos informáticos), a los servicios comerciales y a ciertas actividades financieras muy susceptibles a los cambios de confianza de los inversionistas.

Otro tercio de la actividad económica se ve influido mayormente por factores regionales. Ambos sectores están seriamente afectados (véase el gráfico), y los shocks de la demanda externa decreciente repercuten sobre actividades locales como la construcción y los servicios públicos.

Compromiso con la apertura

La participación de Singapur en el comercio internacional y los sistemas financieros resulta excepcional según muchos criterios, por lo que se prevé un gran impacto al tambalear la economía mundial. Sus exportaciones representan un 230% del PIB, y la ciudad-estado es un efervescente centro financiero de Asia que —para operaciones regionales— alberga a más de 100 bancos extranjeros cuyos activos equivalen a casi seis veces el PIB. Además, tres bancos nacionales brindan liquidez a empresas regionales y multinacionales.

Pero la gran integración económica y financiera implica una exposición a los shocks financieros mundiales y al ciclo económico de los socios comerciales. Por ejemplo, un estudio reciente del FMI demuestra que una desaceleración en Estados Unidos tiene un efecto casi paralelo sobre la actividad de Singapur.

Doble impacto

De hecho, la actual crisis impacta doblemente en Singapur. El contagio se transmite por los canales comercial y financiero.



Línea de montaje de lectores de DVD en Singapur.

Comercio. Las exportaciones cayeron un 25% en el cuarto trimestre de 2008, respecto de 2007, habiendo disminuido también en los dos trimestres previos. El desplome de las exportaciones ha sido general: el de equipos electrónicos (que representan un tercio del total de las exportaciones) comenzó a principios de 2007 y se convirtió en el más extenso que se haya registrado. Para colmo, la caída de las exportaciones se agravó a partir de 2008. Los embarques de productos petroquímicos y farmacéuticos, que en 2007 no se habían reducido, también bajaron. A la fecha, las exportaciones a Estados Unidos y la Unión Europea afrontan graves dificultades, y las exportaciones a Asia, que representan más de la mitad del total, también han empezado a verse afectadas.

Finanzas. La inestabilidad financiera mundial también ha repercutido en los precios de las acciones y el crédito. El índice bursátil de Singapur cayó un 50% en 2008 y la volatilidad se disparó. Los préstamos interbancarios en dólares de EE.UU. han disminuido mucho al restringirse la liquidez mundial, y los signos de recuperación son ínfimos. Al aumentar los costos del financiamiento bancario, el financiamiento comercial sufrió recortes que podrían perturbar aún más la actividad comercial.

Lo positivo es que las autoridades están tomando medidas decisivas para amortiguar el impacto de la crisis mundial. El banco central flexibilizó la política monetaria y estableció garantías de depósitos para reforzar la confianza del sistema bancario. En materia fiscal, el presupuesto de 2009, adecuadamente expansivo, favorece a las empresas y los hogares con medidas tales como descuentos tributarios, gastos en infraestructura y garantías de préstamos. ■

Roberto Guimaraes es Economista y Alessandro Zanello es Director Adjunto del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI.

Hilando fino

El desplome de los precios crea una situación difícil para las empresas de algodón de Burkina Faso

Isabell Adenauer, Norbert Funke
y Charles Amo Yartey

AL REDUCIRSE la demanda de textiles y el precio del algodón ante la crisis económica mundial, los agricultores de Burkina Faso lograron, en un principio, esquivar los peores efectos del shock de precios de las materias primas. Gracias a un nuevo mecanismo de precios al productor, las finanzas del sector se afianzaron; pero a medida que la crisis se intensificó las empresas del algodón tendrán que optar entre vender o acumular existencias mientras se extiende la caída del precio mundial.

El algodón representa un 60% de las exportaciones de Burkina Faso, el mayor productor de algodón de África subsahariana. El sector emplea a unas 700.000 personas (un 17% de la población), pero el número de personas que se benefician indirectamente es mucho mayor. Para muchas zonas rurales pobres, la venta de semillas de algodón es la principal fuente de ingreso, y a veces la única. La expansión del sector ha estimulado la producción de cereales, principalmente porque los fertilizantes financiados con el crédito para el algodón también se utilizan en otros cultivos. Como resultado, en las zonas algodoneras la pobreza se ha reducido en una cuarta parte.

Reformas del sector algodonero

Aunque los últimos años han sido difíciles para la producción de algodón en Burkina Faso, al iniciarse la crisis económica el sector estaba a punto de reactivarse. Las empresas desmotadoras —que separan la fibra del algodón de las semillas y tallos— venden a precios mundiales, y en 2005–07 registraron pérdidas considerables, en parte debido a un mecanismo inflexible de fijación de precios que impedía que las bajas del precio del algodón se transmitieran al productor. En 2007, la producción de algodón del país se redujo más del 40% debido a las lluvias tardías y al bajo precio internacional del producto.

Desde entonces se han emprendido varias reformas institucionales y de política:

- Se creó un mecanismo de mercado para fijar el precio al productor al principio de la temporada algodonera, en función de un promedio quinquenal del precio mundial.
- Se estableció un fondo para estabilizar los ingresos de los productores y compensar a las desmotadoras en caso de que el precio mundial cayera por debajo del precio al productor.
- Debido a las fuertes pérdidas de las desmotadoras, en 2007 tuvo que recapitalizarse la más grande, SOFITEK, lo que incrementó la participación estatal en la empresa del 35% al 60%.



Cosecha de algodón en Boromo, Burkina Faso.

La crisis y el algodón

La crisis económica mundial afecta de distintas formas a los cuatro principales protagonistas del sector.

Productores. El nuevo mecanismo de fijación de precios aseguró el precio de venta para los agricultores al comienzo de la temporada agrícola de 2008, aislándolos de la baja posterior en ese año. Por consiguiente, la producción de 2008 no se vio afectada por la caída del precio del algodón, que fue de un 40% respecto al máximo registrado en marzo (véase el gráfico). Aunque la producción superó las expectativas, situándose en más de 500.000 toneladas gracias a condiciones climáticas favorables, los productores se verán directamente afectados si la disminución de la demanda provocada por la crisis sigue deprimiendo el precio del algodón en los próximos años.

Desmotadoras. Protegieron parte de sus ingresos vendiendo un tercio de la producción a término cuando el precio medio del algodón aún era relativamente alto. En cuanto a la producción sin cobertura contra riesgos, las empresas enfrentan ahora la difícil

decisión de vender al precio actual al contado o de acumular existencias de algodón desmotado en espera de que el precio internacional repunte. Sin embargo, el aplazamiento de las ventas conlleva el riesgo de que los precios disminuyan aún más. Por último, necesitarán contratos de venta para financiar al resto de la temporada agrícola actual y proporcionar las garantías que les exigen los bancos.

Sector bancario. El financiamiento del sector del algodón proviene de bancos locales e internacionales, y el riesgo que han asumido las entidades locales es alto. Una reducción del crédito o un aumento de su costo comprometerían el equilibrio del sector.

Gobierno. Aunque el gobierno prevé retirarse gradualmente del sector, encontrar un socio estratégico para SOFITEK está resultando difícil. De seguir disminuyendo el precio del algodón, el agotamiento del fondo de estabilización podría dar lugar a peticiones de respaldo público.

Aunque el sector del algodón del país ha logrado hacer frente a la crisis mundial hasta ahora, su futuro depende de la temporada agrícola actual, del precio internacional del algodón y de las condiciones del financiamiento. En consecuencia, reformar el sector para mejorar su productividad es aún más importante que antes. ■

Isabell Adenauer, Norbert Funke y Charles Amo Yartey son, respectivamente, Representante Residente, Jefe de la Misión y Economista para Burkina Faso, del Departamento de África del FMI.

Alta movilidad

En Irlanda, los inmigrantes que han perdido su empleo podrían permanecer en el país durante la recesión

Siobhán McPhee

EL RÁPIDO crecimiento económico de principios de los años noventa transformó a Irlanda de una tierra de emigrantes y pocas oportunidades en un país con fuerte demanda de mano de obra y un punto de destino para trabajadores extranjeros. Pero la recesión mundial ha tenido un fuerte efecto en el país, especialmente para esos trabajadores, aunque no queda claro si esto causará su éxodo en gran escala. Por ahora, muchos parecen quedarse quedando, debido en parte a las generosas prestaciones sociales y, en parte, a que las oportunidades en otros países son escasas.

El tigre celta

En los años noventa, la escasez de mano de obra se observó primero en sectores para trabajadores altamente calificados, como el de tecnología de la información. Muchos irlandeses que habían emigrado en la década anterior volvieron al país para satisfacer esa demanda. A medida que la economía siguió creciendo, otros sectores —por ejemplo, el hotelero— empezaron a sufrir falta de mano de obra, que fue cubierta con trabajadores extranjeros. Este déficit afectó sobre todo a los servicios de enfermería, y el gobierno empezó a contratar enfermeras en las Filipinas y Sri Lanka.

Entre julio y septiembre de 2008, los trabajadores extranjeros representaban el 16% de la población, según la Encuesta Trimestral Nacional de Hogares (QNHS, por sus siglas en inglés). A partir de 2004, la mayoría provino de los ocho países de Europa oriental que se integraron ese año a la UE (Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, la República Checa y la República Eslovaca), especialmente de Polonia.

No obstante, en Irlanda el efecto de la recesión mundial ha sido muy fuerte. El desempleo aumentó del 4,8% al 7% entre el tercer trimestre de 2007 y el de 2008, según la QNHS. Los inmigrantes han sido más afectados que los pobladores nativos por la caída de la producción. La tasa de desempleo entre trabajadores extranjeros fue del 9%, frente a un 6,1% entre los irlandeses. El número de extranjeros que presentan solicitudes en las oficinas de asistencia social creció en un 100% entre octubre de 2007 y octubre de 2008, frente a un 52% en el caso de los irlandeses.

No es sorprendente un mayor nivel de desempleo entre inmigrantes. La gran mayoría de los que llegaron de Europa



Una clase de inglés en Lublin, Polonia.

oriental fueron atraídos a los sectores financiero y de la construcción, que en 2008 perdieron muchos empleos. En otros sectores la situación es distinta. En el de turismo, donde trabajan muchos inmigrantes, no se está contratando, pero tampoco se está reduciendo personal. En cambio, se están perdiendo empleos en sectores que usan mano de obra altamente calificada, especialmente el de la construcción. Algunos irlandeses están emigrando de nuevo, a Australia, Nueva Zelanda e, incluso, a países petroleros de Oriente Medio.

Los inmigrantes se podrían quedar

Lo cierto es que la emigración irlandesa nunca cesó, incluso cuando algunos trabajadores altamente calificados retornaban y un creciente número de extranjeros se asentaban en el país (véase el gráfico). Es posible que este incremento reciente del número de irlandeses altamente calificados que emigran no esté acompañado por una salida a gran escala de inmigrantes. Si la recesión de los años setenta y ochenta en los principales países de Europa ha de servir como guía, Irlanda no sufriría un éxodo de trabajadores migratorios. No obstante, en la actualidad estos trabajadores gozan de gran movilidad y podrían optar por ir adonde haya más empleo, o por volver a sus países. Pero también podrían quedarse.

El sistema de asistencia social de Irlanda es relativamente generoso y podría disuadirlos de irse. Los inmigrantes procedentes de la UE pueden recibir prestaciones sociales si trabajan y pagan impuestos por dos años en Irlanda. Los demás deben haber vivido en el país por cinco años y trabajado durante todo ese período.

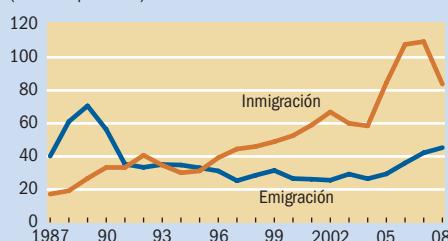
La inmigración alcanzó su punto máximo en 2006, y por tanto muchos inmigrantes —quizá la mayor parte— pueden actualmente recibir prestaciones. Puesto que toda la UE está en recesión, como la mayoría de las principales economías del mundo, en otros países también podría ser difícil conseguir empleo, y muchos inmigrantes podrían optar por permanecer en Irlanda y esperar a que las cosas mejoren. Es posible que en 2009 la tasa de emigración sea similar a la observada en los años ochenta, como lo prevé la Autoridad de Capacitación y Empleo, pero Irlanda se ha transformado en un país de inmigrantes. ■

Siobhán McPhee es candidato a un doctorado en Políticas Públicas de la Escuela de Geografía, Planificación y Política Ambiental del University College de Dublín.

Rumbo a la Isla Esmeralda

La pujante economía irlandesa atrajo a trabajadores extranjeros. No obstante, en la actual crisis económica la emigración aumenta y la inmigración disminuye.

(Miles de personas)



Tambalea el financiamiento del comercio

El creciente costo y la menor disponibilidad de financiamiento para importaciones y exportaciones están causando estragos, en especial en los mercados emergentes

Thomas Dorsey

Camiones vacíos en Busan, Corea.

EL COMERCIO mundial ha disminuido en los últimos meses durante el peor desplome económico del mundo desde la segunda guerra mundial. La severa reducción de la demanda mundial explica parte de esa baja. Pero la caída en el comercio, iniciada en el último trimestre de 2008 (véase “Fuerte impacto”, pág. 13), parece ser mayor de lo esperado dado el descenso de la actividad económica. Parte del fenómeno podría reflejar una interrupción de la intermediación financiera, en la que instituciones, bancos y corporaciones facilitan el comercio mundial.

Al parecer el costo del financiamiento del comercio habría aumentado velozmente, aunque existen casos en que su disponibilidad ha caído. Dada la escasez de datos fidedignos al respecto, el FMI y la Asociación de Bancarios para las Finanzas y el Comercio (BAFT, por sus siglas en inglés) realizaron un estudio de los principales bancos en economías avanzadas y emergentes sobre las condiciones actuales y las expectativas del financiamiento del comercio (recuadro 1).

Los resultados del estudio apoyarían las conclusiones empíricas. El financiamiento del comercio es más costoso y en cierto modo más difícil de conseguir en los mercados emergentes, donde la mayor parte del comercio intrarregional es de artículos de bajo margen de utilidades para la cadena de abastecimiento de manufactura de exportaciones para economías avanzadas. Según los bancos, estas tendencias continuarán en 2009. Pero es difícil precisar causa y efecto. Parte de la disminución del financiamiento se debe a una caída en el comercio a raíz de la recesión, mientras que

parte del aumento en los costos obedece a la mayor probabilidad de incumplimiento causada por dicha caída.

Costos del financiamiento del comercio

No todo el comercio internacional se financia a través de intermediarios como los bancos (recuadro 2), aunque estos cumplen una importante función al facilitar el flujo mundial de bienes.

La encuesta de los bancos demostró lo siguiente:

- **El precio del financiamiento del comercio ha aumentado abruptamente.** Más del 70% de los bancos indicaron que el precio de varios tipos de cartas de crédito —técnica que utilizan los bancos para garantizar el pago de los exportadores— se incrementó el año pasado (gráfico 1). Cerca del 90% de los bancos registraron mayores precios en los mecanismos de préstamo de corto y mediano plazo, cuya garantía son los bienes que se comercian.

- **Las tensiones financieras internacionales constituyen un factor clave en el alza de los costos del financiamiento del comercio en economías avanzadas y emergentes.** Según el 80% de los bancos, el aumento en el precio del financiamiento del comercio se debió a un mayor costo de los fondos (gráfico 2). La presión de este aumento para los bancos ha superado el efecto de disminución de precios resultante de políticas monetarias mucho menos restrictivas en muchas naciones, en especial Estados Unidos y otras economías avanzadas. Los mayores requisitos de capital impuestos por los reguladores y los bancos sobre sus propios préstamos han incrementado los diferenciales entre el costo de los fondos de los bancos y el precio del financiamiento del comercio para los clientes.

- **El temor al incumplimiento (riesgo de contraparte) insta a los bancos a seguir pautas más restrictivas para sus préstamos.** Más del 90% de los bancos en economías avanzadas y del 70% en mercados emergentes indicaron que habían cambiado sus criterios de préstamos con respecto al banco contraparte específico para la transacción comercial. Los bancos también señalaron pautas más restrictivas para varios países.

- **Las actuales tendencias de precios continuarán en 2009.** El estudio indica que los mercados emergentes y el comercio de materias primas se verían más afectados. No obstante, algunos bancos señalaron que los diferenciales podrían reducirse una vez recuperada la demanda mundial, y que el volumen de crédito al comercio podría aumentar a raíz de la consolidación vigente en el sector ban-

Recuadro 1

Encuesta de bancos

Ante la falta de información sobre financiamiento del comercio, el FMI y la BAFT realizaron un estudio de bancos de países avanzados, emergentes y en desarrollo sobre las condiciones actuales del financiamiento del comercio referidas a un año y las expectativas para 2009. El estudio se centró en formas de financiamiento del comercio internacional intermediadas por bancos, como cartas de crédito y préstamos comerciales. La BAFT y la Federación Latinoamericana de Bancos, asociaciones de comercio de instituciones financieras activas mundialmente, enviaron un cuestionario a una extensa lista de bancos de países avanzados y emergentes por igual, 40 de los cuales respondieron.

cario, en especial en economías avanzadas.

Duro golpe a los mercados emergentes

El mayor costo del financiamiento del comercio es un fenómeno mundial, pero la reducción de su disponibilidad es más común en los mercados emergentes, en especial en Asia. Los bancos de los países avanzados registraron casi el mismo número de transacciones en ese campo en los últimos meses de 2008 que al final de 2007, pero los bancos de mercados emergentes informan en promedio una disminución del 6%. Los bancos consultados, tanto de economías avanzadas como emergentes, previeron que la tendencia proseguirá en 2009: los primeros no vislumbran cambios significativos en las transacciones pero los segundos esperan en promedio un descenso del 10%.

Los bancos informaron que hasta ahora el comercio intrarregional entre economías avanzadas parece no verse afectado por la actual crisis. Más de la mitad de los consultados señaló que el financiamiento de exportaciones a Oriente Medio y África del Norte en realidad ha aumentado. Pero una proporción similar de bancos indicó que el financiamiento de importaciones desde Asia meridional, Corea y China ha disminuido marcadamente. Una explicación posible para el colapso del comercio en Asia oriental radica en que

Recuadro 2

¿Qué es el financiamiento del comercio?

El financiamiento del comercio puede adoptar diversas formas dependiendo del nivel de confianza entre las contrapartes y del grado de financiamiento que se necesita de los bancos.

Si la transacción solo es entre importador y exportador, se puede realizar en términos de *pago anticipado* (se recibe el pago antes del embarque de los bienes) o *a cuenta* (el embarque es anterior al vencimiento del pago). En otros casos, se acude a los bancos, que ofrecen productos para disminuir los riesgos de falta de pago.

Así, con la *remesa documentaria*, el exportador instruye a su banco que entregue los documentos y cobre al importador. Esto acelera el proceso de cobro, pero el banco no garantiza el pago.

Con las *cartas de crédito* del exportador (también denominadas créditos documentarios), el importador obtiene una certificación de su banco de que podrá pagar el embarque. Si el exportador no confía en el banco del importador, su banco puede proporcionar *confirmación* de una carta de crédito.

Los bancos también brindan productos para reducir el riesgo de crédito. Los *seguros de créditos a la exportación* permiten a los exportadores ofrecer términos de cuenta abierta en mercados competitivos.

Finalmente, los bancos ofrecen *crédito comercial* (también denominados préstamos de capital de trabajo para exportaciones) contra la garantía de los bienes reales. Esto permite que exportadores con insuficiente liquidez cubran el ciclo de pago completo.

Gráfico 1

Mayor costo del financiamiento del comercio

Desde fines de 2007, el 70% de los bancos informaron que los precios para las cartas de crédito han aumentado y el 90%, que también lo ha hecho el precio de los préstamos comerciales. (Porcentaje de bancos que respondieron)

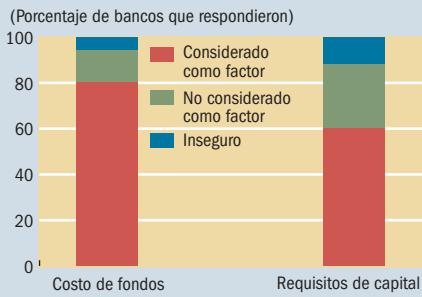


Fuente: FMI/Trade Finance Survey, 2008.

Gráfico 2

¿Qué origina los mayores precios del financiamiento del comercio?

Muchos bancos citan el mayor costo de los fondos, aunque una mayoría también indica que los mayores requisitos de capital están impulsando al alza el precio del financiamiento del comercio. (Porcentaje de bancos que respondieron)



Fuente: FMI/Trade Finance Survey, 2008.

los costos crecientes y una mayor percepción del riesgo están afectando severamente los productos de bajo margen en la totalidad de las cadenas de abastecimiento de valor agregado mundial. Para los bienes manufacturados con bajo margen de utilidades, que son los más importantes en el comercio de Asia oriental, el mayor precio del financiamiento podría reducir los volúmenes debido a que los importadores no podrían afrontar cartas de crédito más costosas. Esto se puede reducir con los productos de margen elevado que dominan el comercio de las economías avanzadas.

¿Qué ocurrirá con los precios?

Dados el alto costo de los fondos para los bancos, los mayores requisitos de capital y los riesgos crecientes de incumplimiento, el aumento en el costo del financiamiento del comercio es fácil de explicar. Pero es más difícil predecir el futuro.

Es posible que el costo de los fondos disminuya a medida que las agudas reducciones en las tasas de referencia oficiales compensen de cierta forma los diferenciales más altos. Sin embargo, los efectos de los mayores requisitos de capital serían más prolongados. Muchos bancos señalaron que los requisitos de capital excesivamente bajos para todos los productos bancarios habían permitido que los diferenciales se redujeran a niveles insostenibles. El aumento semipermanente de los diferenciales se debe a que la propia asignación de capital interno, los administradores de riesgo de los bancos y los reguladores nacionales están exigiendo mayor capital para respaldar el riesgo.

El sombrío panorama mundial originará presiones al alza sobre el costo del financiamiento del comercio en la medida en que los bancos fijen tasas que incorporen la mayor probabilidad de incumplimiento de exportadores e importadores. ■

Thomas Dorsey es Jefe de División en el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI.

Cambio de suerte

Gian Maria Milesi-Ferretti

Golpeados por la crisis financiera, los países prestamistas y prestatarios registran cambios radicales en las cuentas externas

LA CRISIS financiera en curso ha causado una variación radical del tipo de cambio y el precio de los activos en todo el mundo. Las bolsas perdieron un 40% o más de su valor, tanto en economías avanzadas como emergentes. El diferencial de interés de los bonos empresariales y soberanos se amplió notablemente. El tipo de cambio registró gran volatilidad: las monedas de casi todas las economías emergentes y algunas avanzadas (como el Reino Unido) sufrieron profundas caídas, mientras que el yen se apreció de forma marcada. Además de su efecto sobre la actividad macroeconómica, estos cambios afectaron seriamente los activos y la deuda externa de los principales países acreedores y deudores.

Véase el ejemplo del mayor deudor mundial, Estados Unidos. ¿Cómo afectó la crisis su posición frente al mundo? Las estimaciones preliminares indican que en 2008 su posición externa (diferencia entre los derechos financieros de los residentes de Estados Unidos en el resto del mundo y los del resto del mundo en Estados Unidos) registró el peor deterioro de la historia: más de US\$2 billones. Esto ocurrió pese a la gran caída del valor de mercado de la riqueza estadounidense, que causó pérdidas a los tenedores extranjeros de activos en el país y superó con creces el endeudamiento neto del país (déficit en cuenta corriente) que fue de "apenas" unos US\$650.000 millones. De igual modo, la variación del precio de los activos y del tipo de cambio afectó seriamente la posición externa neta de los países que en 2008 tuvieron grandes superávits en cuenta corriente, como China, Japón y los exportadores de petróleo.

En este artículo se analiza el efecto de la crisis actual sobre la posición externa neta de países deudores y acreedores, y sus posibles consecuencias. Primero se explica cómo se mide la posición externa neta de un país, luego se trata en detalle la cambiante posición de Estados Unidos y de los países acreedores, y por último se presentan ideas sobre cómo estos y otros

hechos relacionados podrían afectar la corrección de los desequilibrios mundiales.

Medición de la posición externa neta

La inquietud por los persistentes "desequilibrios mundiales" —o sea, el gran déficit en cuenta corriente y el consiguiente endeudamiento externo de países como Estados Unidos, y el gran superávit en cuenta corriente y cuantioso crédito al exterior de países como China y los mayores exportadores de petróleo— es bastante simple de explicar. Tómese un país con déficit. Con el tiempo, acumulará un gran pasivo externo que es necesario pagar (y para lo cual se requiere un superávit comercial). Su capacidad de atraer capital externo también puede mermar con el deterioro de su posición externa, depreciando el tipo de cambio y elevando el costo de su deuda externa.

El riesgo de los grandes pasivos externos sin duda depende del contexto internacional. En épocas de creciente integración financiera internacional, los residentes de un país aumentan la porción de su riqueza invertida en el exterior, facilitando las operaciones de crédito internacional. En tiempos de turbulencia financiera, de la cual esta crisis es un caso extremo, el riesgo de recurrir en gran medida al crédito externo puede acrecentarse drásticamente, como lo demuestran claramente los casos de Hungría y Letonia.

Para medir la posición externa neta de un país, los economistas en general se fijan en la posición de inversión internacional neta (PIIN, o diferencia entre los derechos financieros de los residentes de un país en el resto del mundo y los del resto del mundo ante los residentes de un país). La PIIN puede variar por dos razones: el endeudamiento o crédito externo neto (contracara del déficit o superávit en cuenta corriente) y el cambio de valor de los activos y pasivos de un país al variar el tipo de cambio y el precio de los activos. Por ejemplo, si China detenta un gran volumen de bonos del Tesoro de Estados Unidos y su valor sube con la caída de la tasa de

interés de este país, la PIIN china mejorará. A la inversa, la apreciación del renminbi ante el dólar de EE.UU. tenderá a reducir el valor en renminbi de los activos chinos en dólares y empeorará la PIIN. La PIIN no debería confundirse con la riqueza total del país: por ejemplo, si crece la productividad de las empresas nacionales, subirá su valor de mercado y por ende la riqueza nacional. Sin embargo, si algunas acciones de las empresas pertenecen a extranjeros, es muy posible que la PIIN se deteriore, porque parte del beneficio irá a manos extranjeras.

Evolución en Estados Unidos

Entonces, ¿por qué la PIIN se deterioró tanto y qué consecuencias tendrá? Para entender esta evolución, es útil describir la posición de Estados Unidos a fines de 2007, que era negativa por US\$2,2 billones (gráfico 1). Sus activos externos se caracterizaban por una abundante inversión de cartera e inversión extranjera directa (IED), mientras que su pasivo externo se componía mayormente de títulos de deuda (como bonos del tesoro y de empresas). La posición de capital neta (la suma de los activos de cartera y de IED menos el total de pasivos de cartera e IED) era positiva, de unos US\$3 billones, y el saldo de deuda neto era negativo, de más de US\$5 billones. En cuanto a la composición por monedas, los activos externos del país se denominan mayormente en moneda extranjera mientras que sus pasivos se denominan casi totalmente en dólares de EE.UU.

En 2008, tras años de fuertes aumentos, la valoración bursátil se desplomó en todo el mundo, golpeada por la crisis financiera. Dado que Estados Unidos tiene una posición mucho más "larga" que el resto del mundo en renta variable, ello provocó graves pérdidas netas de capital para sus residentes. Estas pérdidas se agravaron porque la caída de las bolsas fue mayor fuera de Estados Unidos, lo que también reflejó una cierta apreciación del dólar. En definitiva, es probable que las bajas del precio de las acciones le hayan costado unos US\$1,3 billones a la posición de cartera. Además, el valor en dólares de su IED en el exterior sufrió por la apreciación de su moneda, lo que comportó un mayor deterioro de su posición neta en renta variable.

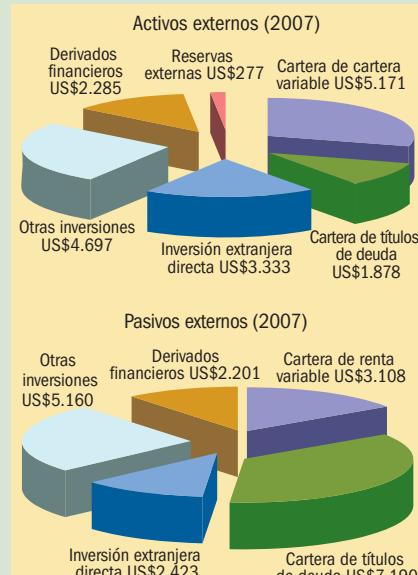
Aunque la crisis financiera mundial se inició en un sector del mercado de títulos de deuda de Estados Unidos y causó gran-

Gráfico 1

Valor neto negativo

A fines de 2007, la posición neta de cartera de Estados Unidos era positiva (US\$3 billones), pero el saldo neto de deuda fue negativo (más de US\$5 billones).

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



Fuente: Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos.

Gráfico 2

Se invierte la tendencia

En 2008 se revirtieron las ganancias netas de capital de Estados Unidos registradas entre 2002 y 2007.

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos y estimaciones del autor.

des cambios de precio de los bonos, es probable que el efecto neto de estas variaciones sobre su saldo de deuda sea leve. A fines de 2007, los extranjeros detentaban gran cantidad de bonos y letras del Tesoro de Estados Unidos (US\$2,4 billones), títulos de organismos autorizados (US\$1,6 billones) y bonos empresariales (US\$2,8 billones). Los bonos públicos se valorizaron con la caída de la tasa de interés, mientras que los empresariales (que incluyen títulos privados con respaldo hipotecario) perdieron valor. Es probable que la pérdida neta de los bonos empresariales haya superado los aumentos de los bonos públicos.

Sin embargo, al mismo tiempo, los residentes estadounidenses sufrieron pérdidas en sus carteras de bonos extranjeros por varias razones: la disminución del precio de los bonos de mercados emergentes denominados en dólares; el efecto de la apreciación del dólar sobre el valor de los bonos emitidos en moneda local y adquiridos por estadounidenses; la baja cotización de los bonos empresariales en Europa, y la pérdida de valor de los títulos respaldados por activos (bonos emitidos por entidades de Islas Caimán pero respaldados por hipotecas estadounidenses y comprados por residentes estadounidenses). Es muy posible que la pérdida neta de valor incurrida por los estadounidenses respecto de estos instrumentos supere a la incurrida por residentes extranjeros con los bonos estadounidenses.

En definitiva, es probable que la pérdida neta de la cartera externa de Estados Unidos alcance unos US\$1,5 billones, y sería aún mayor si la IED se estimara a valor de mercado. Esta gran cifra vuelve a mostrar cómo, dada la naturaleza internacional de la tenencia de instrumentos financieros hoy en día, la variación de su valor

puede superar el efecto del préstamo o endeudamiento neto. También ilustra el peligro de extrapolación una rentabilidad sistemáticamente superior a la media como alternativa al ajuste en cuenta corriente: como se observa en el gráfico 2, de 2002 a 2007 Estados Unidos registró enormes plusvalías que le permitieron mantener una PIIN generalmente estable pese a su gran dependencia del crédito externo. Estas plusvalías provinieron de los altísimos retornos de las carteras de renta variable extranjera de los inversionistas estadounidenses, que se valorizaron mucho más rápido que las acciones estadounidenses en

manos de extranjeros, y de la sensible depreciación del dólar de EE.UU., que aumentó el valor en dicha moneda de las tenencias estadounidenses de moneda extranjera. Ambas tendencias se invirtieron en 2008.

Evolución en los países acreedores

¿Qué países registraron los correspondientes incrementos netos sobre su posición externa neta en 2008? Y más en general, ¿cuál fue la repercusión de la drástica variación de los tipos de cambio y del precio de los activos sobre las carteras mundiales de activos y pasivos? En primer lugar, la caída mundial de las acciones redujo notablemente el valor de mercado de la riqueza financiera en casi todos los países, un shock agravado en algunos casos por el valor decreciente de los inmuebles residenciales y comerciales. Los países donde las acciones nacionales en poder de extranjeros superan marcadamente los títulos extranjeros que figuran en las carteras de sus residentes (la mayoría de los mercados emergentes y la zona del euro) registraron ganancias netas de capital en su posición externa aun cuando su riqueza agregada mermó. Mi estimación preliminar indica que la mejora de la posición externa neta derivada del cambio de precio de los títulos de renta variable podría rondar US\$1 billón para la zona del euro y US\$200.000 millones para varios mercados emergentes grandes, como Brasil, China, Corea, India y Rusia.

A más grandes rasgos, ¿cómo afectó la variación del precio de los activos y el tipo de cambio la posición externa de los grandes acreedores: China, Japón y los exportadores de petróleo? En 2008, todos ellos tuvieron grandes superávits en cuenta corriente que, *ceteris paribus*, mejoraron aún más su PIIN. Pero está claro que la variación de los tipos de cambio y el precio de los activos también tuvo un efecto destacado. En concreto:

- A valor de mercado, es probable que China obtuviera una importante plusvalía sobre su cartera de bonos del Tesoro de Estados Unidos y de otros organismos autorizados, cuyo valor subió por la caída del tipo de interés en este último país. Este aumento neto debería sumarse al de la posición en renta variable mencionada (los extranjeros tienen más acciones de empresas chinas —inclusive certificados americanos de acciones extranjeras— que los residentes chinos acciones extranjeras). Por otro lado, la apreciación del renminbi ante el dólar de EE.UU. y otras monedas elevó el valor en dólares de la IED en China. En definitiva, es probable que la ganancia de capital sea positiva, por lo que es posible que a valor de mercado la PIIN china haya mejorado más de lo que indicaría el superávit en cuenta corriente.

- En cambio, es probable que Japón haya registrado una pérdida neta de capital sobre su PIIN, que posiblemente se haya deteriorado a pesar del superávit en cuenta corriente. La principal razón es el tipo de cambio: en 2008 el yen tuvo una fuerte valorización (más de un 30% en términos efectivos reales) y, dado que los activos externos japoneses se denominan principalmente en monedas extranjeras y su pasivo en moneda local, el valor en yenes de los activos se redujo frente al pasivo.

- Para los países exportadores de petróleo, calcular el efecto de la variación del precio de los activos sobre el valor de sus activos externos es una tarea abrumadora en vista de la poca información disponible sobre el monto y composición de sus activos.

Es probable que sus activos externos registren cierta baja dada la caída mundial de la cotización de las acciones, pero no es posible precisar la medida de esta disminución (véase en Setser y Ziembra (2009) una estimación de la pérdida de riqueza soberana en los países del Consejo de Cooperación del Golfo).

Efecto sobre los desequilibrios mundiales

¿Cómo se vinculan en forma más general estos acontecimientos y la crisis económica y financiera en curso con la posibilidad de resolución de los desequilibrios mundiales? Si bien este tema no puede tratarse debidamente en pocos párrafos, he aquí algunas ideas generales:

- El proceso de ajuste externo estaba en curso, al menos en forma parcial, mucho antes de la crisis: salvo la importación de petróleo, afectada por el precio récord de los hidrocarburos, el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos estaba en baja desde fines de 2005, ayudado por un marcado debilitamiento del dólar desde su máximo de 2002.
- Con reservas de capital muy disminuidas, el cuantioso saldo de la deuda estadounidense ahora luce más vulnerable, lo que subraya la importancia de una mayor reducción del déficit en cuenta corriente.
- Las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI indican que dicha reducción tendrá lugar, favorecida por la marcada caída del precio del petróleo, que en 2009 podría contraer el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos en US\$150.000 millones o más, así como por la fortísima caída de la demanda.

• En forma más general, el volumen del comercio internacional se está desplomando junto con el gran descenso mundial de la producción y la demanda, y la evolución del saldo comercial y en cuenta corriente de Estados Unidos y los demás países dependerá de la relativa gravedad y duración de la desaceleración en cada país frente a sus socios comerciales, sobre lo que sin duda hay gran incertidumbre.

En cuanto a las principales regiones y países acreedores:

- Entre los países exportadores de petróleo, la caída del valor de los activos externos se agrava por la gran reducción de los ingresos del petróleo: en efecto, su superávit en cuenta corriente de US\$600.000 millones puede desaparecer totalmente en 2009.
- En Japón, la contracción del precio de las materias primas amortiguaría en general la reducción del superávit en cuenta corriente impulsado por la considerable apreciación del yen y la caída de la demanda externa.

- En China, cuya cuenta externa se beneficiará del menor precio de las materias primas, sería esencial dar un impulso considerable a la demanda interna para contrarrestar el riesgo de una grave desaceleración y contribuir a restaurar el equilibrio externo. ■

Gian Maria Milesi-Ferretti es Director Adjunto del Departamento de Estudios del FMI.

Referencia:

Setser, Brad, y Rachel Ziembra, 2009, "GCC Sovereign Wealth Funds: Reversals of Fortune", *Council on Foreign Relations Working Paper* (Washington); véase www.cfr.org/content/publications/attachments/CGS_WorkingPaper_5.pdf.



Qué medidas adoptar

Laura Kodres y Aditya Narain

AUNQUE las responsabilidades están bastante repartidas, un factor esencial que contribuyó a la crisis financiera mundial fue una regulación inadecuada, tanto por su fragmentación como por su falta de aplicación. Hay que remodelar las estructuras regulatorias para impedir otro aumento de los riesgos sistémicos, proporcionar una base más sólida para conectar a los ahorristas e inversionistas internacionales (es decir, intermediación financiera internacional) y garantizar un método claro y homogéneo para hacer frente a la inestabilidad financiera. También deben examinarse los procedimientos de los bancos centrales para proporcionar liquidez a los mercados.

El FMI ha analizado diversas áreas que requerían atención para evitar crisis sistémicas:

- **El alcance de la regulación:** qué instituciones y prácticas deberían entrar dentro del ámbito de actuación de los reguladores.

- **La prociclicidad:** la tendencia de algunas prácticas regulatorias y empresariales a intensificar el ciclo económico.

- **Las brechas de información:** sobre el riesgo y su distribución en el sistema financiero.

- **La armonización de las políticas regulatorias y los marcos jurídicos nacionales:** para mejorar la supervisión y la resolución coordinadas de las empresas y mercados que operan a escala transfronteriza.

- **La provisión de liquidez a los mercados:** para garantizar el flujo ordenado de fondos de inversión y la transmisión eficaz de la política monetaria.

El alcance de la regulación

La última crisis ha dejado claro que hay que ampliar el alcance de la regulación para incluir instituciones y mercados que se encontraban fuera de su ámbito de aplicación y, en algu-

Hay que reformar el alcance de la regulación financiera y mejorar la provisión de liquidez. Veamos cómo se hace

nos casos, fuera del ámbito de detección de los reguladores y los supervisores. Algunas de estas entidades lograron obtener deuda a corto plazo para invertir en activos a más largo plazo y aumentaron su apalancamiento (uso de deuda para adquirir activos) hasta tal punto que se puso en peligro la estabilidad del sistema financiero cuando los prestamistas a corto plazo reclamaron sus fondos. Sin embargo, la inclusión de todos los intermediarios financieros es innecesaria y limitaría las ventajas que algunos de ellos proporcionan a la economía (como innovación y transferencia eficiente de fondos). Para evitar sobrecargar a los mercados e instituciones útiles es importante identificar detenidamente las deficiencias específicas que se intentarían solventar con una regulación más amplia (es decir, las “fallas del mercado”). Este objetivo podría alcanzarse mediante un enfoque de doble perímetro. Muchas actividades e instituciones financieras se encontrarían en el perímetro externo y estarían sujetas a requisitos de declaración de información. Aquellas que plantearan riesgos sistémicos pasarían al perímetro interno y estarían sometidas a regulaciones prudenciales.

En una primera instancia, entre las actividades o entidades no reguladas que deberían incluirse en el nuevo ámbito de aplicación se encuentran las siguientes:

- Instituciones que son contrapartes en las transferencias de riesgos desde los sectores regulados: la nueva regulación debería contemplar a las entidades fuera de balance, como los vehículos de inversión estructurada, que podrían utilizarse para adquirir activos de riesgo a bancos y otras empresas reguladas.
- Sociedades de inversión que utilizan el apalancamiento y tienden a acentuar las caídas de los precios de los activos cuando necesitan desapalancarse, es decir, vender activos prematuramente para reducir su dependencia de la deuda cuando consideran que su apalancamiento es excesivo.

Resultará difícil establecer una distinción clara entre las entidades que tienen una importancia sistémica y aquellas que no la poseen, pero en teoría las instituciones menos apalancadas y menos interrelacionadas deberían tener una carga reguladora menor. Aun así, los reguladores deben poder recoger suficiente información sobre las instituciones para ser capaces de decidir si contribuyen al riesgo sistémico.

Prácticas procíclicas

Los ciclos económicos son esperables, pero algunas prácticas reguladoras e institucionales pueden acentuar los movimientos cíclicos. Dichas prácticas pueden abarcar desde regulaciones en materia de capital y normas sobre constitución de provisiones para los bancos hasta la gestión de riesgos y las políticas retributivas en muchas instituciones financieras.

La regulación prudencial se enfrenta al reto de eliminar los elementos procíclicos sin renunciar a la toma de decisiones en función del riesgo en las instituciones financieras. Además, cualquier iniciativa para añadir normas que exijan capital adicional debería ser gradual para evitar causar más daño a un sistema financiero debilitado.

Un aspecto esencial para mitigar la prociclicidad sería la regulación del capital: los fondos que las instituciones deben mantener para absorber pérdidas. (Por ejemplo, se considera que el capital “básico” está compuesto por el capital social en acciones

y las reservas declaradas constituidas con cargo a los beneficios). Deben introducirse incentivos para animar a las entidades a acumular reservas de capital adicionales durante las épocas de auge, dejando que disminuyan en los momentos de desaceleración. Hay varias maneras de conseguirlo, pero una forma sencilla sería hacer que los requerimientos de capital fueran anticílicos (la cantidad de capital necesario para respaldar un determinado nivel de activos aumentaría durante las fases de expansión y caería durante las fases bajistas). En teoría, estas regulaciones anticíclicas de capital no serían discrecionales, sino que se plasmarían en normas, convirtiéndose en un estabilizador automático que durante las fases de auge permitiría a los supervisores resistir las presiones de las entidades o de los políticos para dejar que las cosas continúen su trayectoria al alza.

La crisis ha destacado el papel del apalancamiento. En principio, los requerimientos de capital ponderado en función del riesgo, que exigen más capital para los activos de mayor riesgo que para los de menor riesgo, deberían controlar el apalancamiento excesivo. Pero aplicar un coeficiente de apalancamiento máximo (como capital de alta calidad dividido por activos totales), incluso a las entidades fuera de balance, también sería un método útil y relativamente sencillo para limitar el apalancamiento general de las instituciones financieras durante una fase expansiva.

Aunque los métodos de contabilidad a valor razonable, que exigen a las instituciones valorar sus activos a los precios corrientes del mercado, son una buena referencia en la mayoría de las situaciones, la crisis mostró que en períodos de desapalancamiento pueden acentuar las caídas de los precios. Si una empresa tiene que vender un activo a un precio bajo, otras compañías pueden tener que valorar activos similares al nuevo precio bajo, lo cual puede animar a otras empresas a vender, especialmente si las normas les impiden mantener activos de poco valor. Por tanto, las normas contables deberían permitir que las entidades financieras con activos negociados registrasen “reservas de valoración” que aumenten para reflejar excesos de valoración durante fases expansionistas y sirvan para amortiguar cualquier retroceso a valores inferiores durante fases bajistas. Del mismo modo, los valores de los activos en garantía, como las viviendas, también tienden a moverse con el ciclo. Las normas contables tienen que permitir realizar valoraciones más conservadoras, basadas en indicadores prospectivos medibles.

Otra característica procíclica del sistema financiero es la liquidez de financiamiento, es decir, la capacidad de las entidades financieras para conseguir fondos para prestar. Los fondos suelen ser más abundantes durante las épocas de expansión y menos abundantes durante las fases de desaceleración. La primera medida defensiva para garantizar la disponibilidad constante de fondos es reforzar las técnicas de gestión del riesgo de liquidez en las instituciones financieras. Hay que procurar que estas entidades se basen en formas de financiamiento menos volátiles, como los depósitos minoristas, más que en financiamiento mayorista a corto plazo. Establecer requerimientos adicionales de capital en función del riesgo o imponer algún tipo de gravamen podrían ser métodos eficaces para revalorar el riesgo de liquidez a fin de mitigar una parte de los riesgos sistémicos. También podrían considerarse medidas más contundentes que exijan a los bancos mantener una cantidad mínima de activos líquidos de alta calidad.

Cubrir las brechas de información

Uno de los aspectos más preocupantes de la crisis ha sido la incapacidad para ver qué riesgos se distribuían a los distintos tenedores y quiénes eran esos tenedores. Se suponía que muchos de los nuevos productos de crédito estructurado distribuían el riesgo a quienes, en teoría, podían gestionarlo mejor. Pero en muchos casos los supervisores y otros participantes en el mercado no podían ver dónde estaban localizados los distintos riesgos. Es más, los riesgos solían dividirse de forma que impedían a quienes los empaquetaban y los compraban entender claramente qué riesgos habían vendido o adquirido. Además, la información subyacente utilizada para determinar el precio de estos complejos activos no era fácilmente accesible ni interpretable.

Debe ponerse énfasis en recoger información que permita crear indicadores que alerten sobre problemas inminentes.

Un análisis riguroso del riesgo sistémico y de la forma de evitarnos exige cubrir las brechas de información. Quizá los datos más necesarios sean aquellos sobre las exposiciones al riesgo de los bancos e instituciones financieras no bancarias que son de importancia sistémica. Los niveles y la concentración de sus exposiciones (información que las autoridades recogerían, pero no publicarían) y las vinculaciones entre las instituciones a través de los distintos países y mercados resultan vitales para analizar los riesgos sistémicos y las vulnerabilidades.

Más información pública sobre las técnicas de valoración de los activos y sobre los datos e hipótesis subyacentes permitiría determinar mejor los precios y ayudaría a los participantes a detectar mejor las correlaciones y, posiblemente, los riesgos de cola (resultados poco probables que son devastadores cuando se producen). La información sobre precios, volúmenes y concentración global en mercados extrabursátiles también requiere atención, porque generalmente no se registra de forma que permita a terceros ver los datos de las transacciones, limitando la liquidez en períodos de tensión. Puede utilizarse un sistema de compensación para recoger (y compensar) las operaciones, permitiendo a los participantes y a terceros ver el riesgo total asumido.

Debe ponerse énfasis en recoger información que permita crear indicadores que alerten sobre problemas inminentes. Los analistas deben reflexionar sobre el tipo de información que podría ofrecer valoraciones prospectivas del riesgo tanto en el sistema como en instituciones o mercados concretos. Intuitivamente, los indicadores que incorporan riesgos (como los basados en los precios de las opciones) serían más adecuados, pero dado que utilizan precios de mercado, es probable que reflejen solo las percepciones actuales del riesgo futuro y que no puedan predecir cuándo los riesgos pasarán a ser sistémicos.

También hay que mejorar las normas de declaración de información para las instituciones financieras, de manera que esta sea más específica y homogénea. En concreto, la información debería abarcar tanto las partidas del balance como las que están fuera de él, ya que se mantenía mucho riesgo fuera del balance

(oculto tanto para los inversionistas como para los supervisores). Además, las instituciones financieras no bancarias deberían presentar medidas básicas de su apalancamiento y su exposición al riesgo, en parte para juzgar su importancia sistémica. Asimismo, deberían revelarse los modelos y técnicas de valoración para permitir a los inversionistas evaluar mejor los riesgos de los activos que compran. El objetivo de declarar esta información es brindar una oportunidad para que la disciplina de mercado funcione.

A otro nivel, los mercados funcionarán mejor si puede accederse más fácilmente a los precios, los montos de las operaciones y otra información relativa a los mercados de derivados no oficiales. Los mercados que no revelan información de forma homogénea han sido los más problemáticos y los que han estado asociados a una mayor incertidumbre. Ya se recogen algunos datos extrabursátiles, los que podrían revelarse con mayor frecuencia, junto con más información sobre la ubicación geográfica y la cobertura de los instrumentos, el tipo de contrapartes y la concentración global del mercado. Así, la recopilación de datos pasaría a estar centrada en la exposición al riesgo, en vez de estarlo en la información sobre volúmenes. Debe mejorar la información sobre los *swaps* de riesgo de crédito, ya que estos "seguros" son mantenidos por tantas partes interrelacionadas que resulta difícil discernir quién está expuesto al incumplimiento de las diversas entidades. Un sistema de compensación centralizado para los contratos de CDS, como el que se está construyendo en la actualidad, ayudaría a reducir los riesgos de contraparte y proporcionaría un punto central para la recogida de información.

Mejorar la coordinación transfronteriza

La supervisión de las entidades financieras importantes a escala mundial y regional no permitió la gestión fluida de los riesgos sistémicos y globales asociados a esta crisis. Los reguladores no son los únicos responsables. La quiebra de Lehman Brothers, la insolvencia de tres bancos islandeses y la disolución del gigante internacional de seguros AIG son episodios de falta de coordinación que han deteriorado la confianza y el funcionamiento de los mercados financieros. Las dificultades de deponer los intereses nacionales—así como otras limitaciones de índole estructural, política, cultural y jurídica—han impedido la supervisión eficaz de los grupos financieros.

Las autoridades técnicas y políticas de los países en los que operan los conglomerados financieros deben actuar conjuntamente para solucionar las incongruencias que se han puesto de manifiesto en los marcos jurídicos nacionales con las últimas quiebras bancarias. Es importante garantizar que los sistemas de insolvencia bancaria sean compatibles entre los países de origen y de acogida en una serie de aspectos fundamentales. Un conjunto homogéneo de directrices para iniciar resoluciones bancarias, que incluya mecanismos de activación, plazos y procedimientos, podría ayudar a conservar el valor de franquicia de una entidad. Los sistemas de protección de los depositantes e inversionistas de las distintas jurisdicciones deberían evitar generar flujos de depósitos desestabilizadores desde un lugar hacia otro durante períodos de incertidumbre. Por último, un mecanismo basado en criterios objetivos, como volumen proporcional y calidad de los activos entre países, debería garantizar una distribución equitativa de las pérdidas, de forma que las jurisdicciones mejor supervisadas asuman una parte menor del costo. Estas medidas también podrían reducir las

operaciones de una entidad en el extranjero si el país de origen no posee la capacidad para contribuir a los costos de resolución.

Existen diversas maneras de mejorar la cooperación entre jurisdicciones. Por ejemplo, un colegio de supervisores de los países en los que opera una entidad podría supervisar a dicha entidad. El responsable de dicho colegio, o supervisor principal (generalmente del país donde el banco tiene su domicilio), se encargaría de formular una descripción clara de la concentración de riesgos en toda la institución así como de sus principales fortalezas y deficiencias. El supervisor principal y otros supervisores pertinentes decidirían las actividades permitidas de una empresa. El colegio examinaría las actividades de la entidad y solicitaría información ad hoc cuando fuera necesario. En términos generales, incluir la minimización del riesgo sistémico como un objetivo explícito de la supervisión financiera ayudaría a armonizar distintos aspectos de la regulación de las entidades financieras nacionales e internacionales.

Es muy importante que los nuevos procedimientos para proveer liquidez y servicios de intermediación a los prestatarios necesitados incluyan alguna pauta sobre cómo suspender su aplicación cuando las condiciones se normalicen.

La fragmentación de la regulación nacional también exige más coordinación y cooperación. Si existen múltiples supervisores puede establecerse a escala interna un enfoque similar al del colegio internacional de supervisores. La capacidad de las entidades reguladoras internas para mejorar la mitigación del riesgo sistémico no depende de su estructura institucional (si están radicadas en una institución o en varias, o dentro o fuera del banco central), sino de la estrecha cooperación y coordinación entre los reguladores responsables.

Provisión de liquidez a los mercados

La crisis ha originado múltiples formas de proporcionar liquidez a los mercados. Los bancos centrales han aumentado el número de contrapartes, ampliado los tipos de garantía admisibles y alargado el vencimiento de las operaciones de provisión de liquidez. En algunos casos, se han introducido nuevos servicios financieros. Pero aunque dichas medidas han ayudado a satisfacer la mayor demanda de liquidez, no han sido capaces de mantener el funcionamiento de los mercados (en parte porque no eliminan la incertidumbre de la contraparte que invade los mercados financieros). La capacidad de los bancos centrales para utilizar las tasas de interés para gobernar el proceso de intermediación se ha complicado. Los bancos centrales deben considerar en qué tasas de mercado pueden influir, teniendo en cuenta cómo se traducen en las tasas pasivas pagadas por los usuarios finales. En los mercados emergentes, los bancos centrales

también tienen que luchar con el dilema entre proporcionar la liquidez necesaria y correr el riesgo de facilitar las fugas de capitales.

Dado que los mecanismos de transmisión de la política monetaria han sido menos fiables, los bancos centrales deben determinar cómo pueden respaldar directamente la intermediación durante un período de ajuste del balance de los bancos. Las medidas cuafiscales, como utilizar el balance del banco central para proporcionar crédito a prestatarios específicos, ayudan a mantener el funcionamiento de los mercados de crédito, pero podrían tener efectos perjudiciales si se emplean durante largos períodos. En concreto, pueden enturbiar la señal de la tasa de interés de referencia del banco central, excluir a los prestatarios no preferentes (posiblemente privándolos de recursos) y aumentar el tamaño del balance del banco central hasta tal punto que comience a comprometer su credibilidad como institución bien gestionada.

Es muy importante que los nuevos procedimientos para proveer liquidez y servicios de intermediación a los prestatarios necesitados incluyan alguna pauta sobre cómo suspender su aplicación cuando las condiciones se normalicen. El momento de la salida debe coordinarse para evitar un movimiento brusco de la liquidez y del crédito.

El futuro de la regulación

En muchos foros internacionales se está debatiendo sobre el rediseño del marco regulatorio para evitar futuras crisis. Aunque se reafirma el imperativo de reestructurar la regulación, también resulta clave recordar la necesidad de reforzar la capacidad y voluntad de los supervisores de hacer cumplir la normativa de forma oportuna y creíble. El rediseño de las normas no será eficaz a menos que mejore su aplicación, lo cual a su vez exigirá garantizar la independencia operativa y la idoneidad de los recursos de que disponen los organismos de supervisión.

Aunque se tardará en reestructurar la regulación, hay un gran impulso para avanzar en las direcciones señaladas. Cuanto antes puedan distinguir los mercados la dirección que están tomando las nuevas regulaciones, antes podrán considerar los inversionistas el nuevo entorno. Dado que muchos inversionistas prevén reformas rigurosas, están a la espera antes de desplegar sus fondos por diversas instituciones y mercados financieros. La incertidumbre del panorama regulador hace difícil evaluar qué líneas de negocio serán productivas y cuáles desaparecerán a raíz de su regulación. Por tanto, las medidas para homogeneizar la regulación en algunas zonas, tanto entre países como en jurisdicciones internas, podrían ayudar a recuperar parte de la confianza que desesperadamente se necesita en el sistema financiero. ■

Laura Kodres es Jefa de División y Aditya Narain es Subjefa de División del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Este artículo está basado en “Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management”, preparado por el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI y supervisado por Luis Cortesvarría-Checkley, Simon Gray, Barry Johnston e Ian Tower, entre otros autores. El citado documento así como los documentos en los que este se basó, junto con una lista completa de los colaboradores, se pueden consultar en www.imf.org/fandd.

Es hora de pagar la fiesta

Carlo Cottarelli

CON UNA intervención de enorme magnitud que no conoce precedentes, los gobiernos de Estados Unidos y otras economías avanzadas procuran restablecer el crecimiento económico y sanear el sector financiero. Pero el impacto de la crisis en las finanzas públicas es sustancial: se prevé que en las economías avanzadas el aumento de la deuda pública como porcentaje del PIB será el más grande y generalizado desde la segunda guerra mundial. Dicho aumento se produce en un contexto preexistente de mayores presiones a largo plazo provenientes del gasto en pensiones y atención de la salud debido al envejecimiento de la población.

Poco han podido hacer los gobiernos excepto intervenir para salvar el sistema financiero del colapso y dar estímulo fiscal para contrarrestar la fuerte contracción de la demanda del sector privado. Y es dable imaginar un escenario en el que los mayores costos de intereses y el menor crecimiento económico terminen elevando aún más la razón deuda/PIB, lo que llevaría a los inversionistas a dudar de la sostenibilidad de las finanzas públicas en todo el mundo. Hasta ahora esto no ha sucedido y la percepción de una probable cesación de pagos sigue siendo baja. Pero como la confianza de los inversionistas en la solvencia del Estado ha sido clave para impedir el derrumbe total del sistema financiero y económico, preservarla es de primordial importancia. La percepción de posibles problemas de solvencia fiscal elevaría las tasas de interés al exigir los tenedores de deuda una prima de riesgo más alta, lo que también socavaría la eficacia de las medidas de estímulo fiscal.

¿Cómo deberían entonces responder los gobiernos ante una crisis que está creando muchas más demandas sobre el erario público? En este artículo se presentan las observaciones cuantitativas de un estudio reciente del Departamento de Finanzas Públicas del FMI sobre los costos directos e indirectos de la crisis

financiera, en el que se analizan: la magnitud de las intervenciones en el sector financiero, los costos indirectos no discrecionales —como los provocados por el impacto de la desaceleración económica y el colapso del precio de los activos en los ingresos fiscales—, y los costos indirectos del estímulo fiscal discrecional, orientado a reactivar el crecimiento económico. También se examina la crisis en un contexto más amplio: 1) comparándola con episodios previos de sustancial acumulación de deuda y contracción en algunas de las economías más grandes y 2) cotejando los costos de esta crisis con los retos preexistentes, mucho más graves, que a largo plazo plantea el envejecimiento poblacional. Por último, se esboza una posible estrategia para que la política fiscal pueda fomentar el retorno a un crecimiento económico normal sin afectar la solvencia del sector público, y se señalan algunos aspectos fundamentales en los que el FMI puede cumplir un papel constructivo.

El uso de la política fiscal a mediano plazo para superar la crisis

De compras en la RAE de Hong Kong.



Crecientes costos directos y pasivos contingentes

Ante la escala y naturaleza inéditas de la crisis financiera, las autoridades han recurrido a toda su inventiva para sostener las instituciones y mercados financieros en dificultades. Las intervenciones han consistido esencialmente en inyecciones de capital, compra de activos o préstamos directos o garantías del Estado o del banco central. En la mayoría de los casos, las operaciones emprendidas directamente por los gobiernos han determinado un aumento de la deuda pública bruta, aunque sin necesariamente modificar el patrimonio neto o el déficit global si se toma en cuenta la correspondiente adquisición de activos a su valor real de mercado, sin ningún componente de subvención.

El costo bruto combinado de las inyecciones de capital y compras de activos más los préstamos directos asciende en promedio a 5 puntos porcentuales del PIB en el caso de las economías avanzadas del G-20 (véase el recuadro). No obstante, a lo largo del tiempo el impacto fiscal neto dependerá de la tasa de recuperación por la venta de los activos adquiridos. Según indica la experiencia de crisis bancarias anteriores, esa tasa varía ampliamente y solo llega a ser significativa una vez que se ha reanudado y afianzado el crecimiento económico.

Más allá del impacto inmediato de esas operaciones, los nuevos pasivos contingentes derivados de las líneas de crédito del banco central y las garantías de depósitos bancarios son mucho mayores. La mayoría de los países han elevado los límites de garantía de depósitos, y varios han garantizado préstamos interbancarios y otros instrumentos, en algunos casos por montos equivalentes a múltiplos del PIB. Si bien el costo final neto sería limitado en un escenario favorable, debe tenerse en cuenta que los resultados podrían ser mucho peores si la crisis económica y financiera se prolonga.

Estímulo fiscal

Para enfrentar la desaceleración económica, muchos países han anunciado paquetes de estímulo fiscal, en algunos casos por cifras verdaderamente impresionantes. No obstante, los montos globales que los gobiernos declaran en su afán de mostrar que están brindando ayuda pueden diferir, a veces sustancialmente, del monto real de las medidas, dado que algunas de estas quizás ya habrían estado incluidas en los presupuestos para el año siguiente. Si se corrigen los datos para reflejar tales diferencias, el estímulo fiscal

¿Quiénes componen el G-20?

El G-20 está integrado por los ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales de 19 países: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, el Reino Unido, Rusia, Sudáfrica y Turquía, además de la Unión Europea, representada por la presidencia rotativa del Consejo y el Banco Central Europeo. También participan el Director Gerente del FMI y el Presidente del Banco Mundial, además de los presidentes del Comité Monetario y Financiero Internacional y del Comité para el Desarrollo del FMI y el Banco Mundial. En conjunto, los países miembros representan alrededor del 90% del producto nacional bruto del mundo, el 80% del comercio mundial (incluido el comercio intrarregional de la UE) y dos tercios de la población mundial.

resulta algo menor, aunque igualmente significativo. Por ejemplo, en 2009 representa en promedio 1½ puntos porcentuales del PIB en los países del G-20.

Hasta ahora, casi dos tercios del estímulo fiscal corresponden a medidas de gasto, especialmente en infraestructura. Muchos países también han anunciado planes para proteger a los grupos vulnerables (entre ellos: mayores beneficios por desempleo, transferencias en efectivo para los pobres y ayuda a niños y jubilados), algunos han incrementado el respaldo para las pequeñas y medianas empresas y otros han dado apoyo a sectores específicos, como la industria automotriz.

Por el lado de los ingresos, las medidas están dirigidas principalmente a los hogares a través de rebajas en el impuesto sobre la renta de las personas y los impuestos indirectos. Casi todas las medidas por el lado del gasto caducarán después de un cierto período, aunque algunos programas tenderán a generar costos recurrentes, como los de mantenimiento de los nuevos proyectos de infraestructura. En cambio, la mayoría de las medidas relativas al ingreso son permanentes; algunas pocas resultan reversibles, como ciertas rebajas impositivas actuales que se compensarán con aumentos de impuestos dentro de algunos años.

Otras consecuencias fiscales de la crisis

El desplome mundial del crecimiento económico a causa de la crisis financiera también trae consecuencias adversas para los ingresos públicos por el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Si la actividad económica se recupera relativamente pronto, la caída de los ingresos fiscales no debería generar mayor preocupación. Pero si la desaceleración se transforma en una recesión prolongada, el impacto en la sostenibilidad de las finanzas públicas sería mucho más grave.

Además, el colapso de los precios de las acciones y las viviendas y de las utilidades del sector financiero ha provocado una fuerte caída de los ingresos tributarios por concepto de ganancias de capital y renta de las empresas. Por otra parte, el derrumbe de los precios de las materias primas atribuible a la desaceleración del crecimiento económico mundial supone una abrupta disminución de los ingresos para los países productores de esos bienes.

Deuda creciente

En las economías avanzadas habrá un drástico aumento de la deuda pública debido a la crisis económica.

(Variación del saldo fiscal y de la deuda pública en el G-20¹; porcentaje del PIB, diferencia respecto del período anterior)

	2008 (A)	2009 (B)	2008-09 (A+B)
Saldo fiscal			
Economías avanzadas del G-20	-2,3	-3,8	-6,1
Economías emergentes del G-20	-0,3	-3,2	-3,4
G-20	-1,5	-3,6	-5,1
Deuda pública			
Economías avanzadas del G-20	4,4	10,0	14,4
Economías emergentes del G-20	-2,0	1,9	-0,1
G-20	2,0	7,0	9,0

Fuente: Actualización de *Perspectivas de la economía mundial* de enero de 2009, que toma en cuenta la versión final del paquete de estímulo de Estados Unidos y las medidas recientes de respaldo financiero adoptadas en el Reino Unido.

¹Gobierno general si hay datos disponibles; de lo contrario, el agregado fiscal más amplio consignado en *Perspectivas de la economía mundial* del FMI con la actualización indicada arriba. El cuadro muestra promedios ponderados en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo.

La caída de los precios de los activos también conlleva pérdidas sustanciales para la capitalización de los sistemas públicos y privados de pensiones, lo que podría dar lugar a presiones para que el Estado compense a los beneficiarios perjudicados por la crisis.

Cómo pagar el costo

En vista de esos costos, es evidente que las finanzas públicas se verán seriamente afectadas por la crisis más allá del corto plazo (véase el cuadro). De hecho, las proyecciones utilizadas en este análisis, basadas en el crecimiento previsto por el FMI en enero de 2009, serían peores si este es corregido nuevamente a la baja.

- Se prevé que los saldos fiscales de las economías avanzadas del G-20 empeorarán en 6 puntos porcentuales del PIB en 2008–09 con respecto a 2007. La mitad de ese deterioro refleja el estímulo fiscal y el respaldo al sector financiero, y el resto corresponde a los estabilizadores automáticos y a la pérdida de ingresos por otros efectos no discrecionales. Para las economías emergentes del G-20, el deterioro será algo más moderado, lo que refleja el menor impacto de la crisis en su producto y quizás también el hecho de que muchos de esos países tienen menos margen para dar estímulo fiscal. De todos modos, la crisis sigue extendiéndose y algunas economías emergentes recién ahora comienzan a sentirlo.

- Se proyecta que el aumento de la razón deuda/PIB será de 14½ puntos porcentuales del PIB en las economías avanzadas del G-20, correspondiendo la mitad de esa cifra a los paquetes de apoyo al sector financiero. También en este caso el impacto será menor para las economías emergentes del G-20. No obstante, el incremento de la deuda esperado para 2009 marca un cambio de la tendencia descendente registrada desde 2002.

Históricamente, quizás no tan excepcional

La crisis ha generado el aumento más fuerte y generalizado de la razón deuda/PIB de las economías avanzadas desde la segunda guerra mundial. No obstante, en el pasado se registraron incrementos aún mayores, especialmente entre las dos guerras mundiales; durante la Gran Depresión la relación deuda/PIB también creció en forma generalizada, aunque el proceso fue más gradual y obedeció principalmente a la prolongada recesión. Una comparación con casos anteriores de sustancial acumulación y reducción de la deuda en algunas de las economías más grandes (véase el gráfico) quizás permita contemplar el aumento actual con un grado razonable de optimismo.

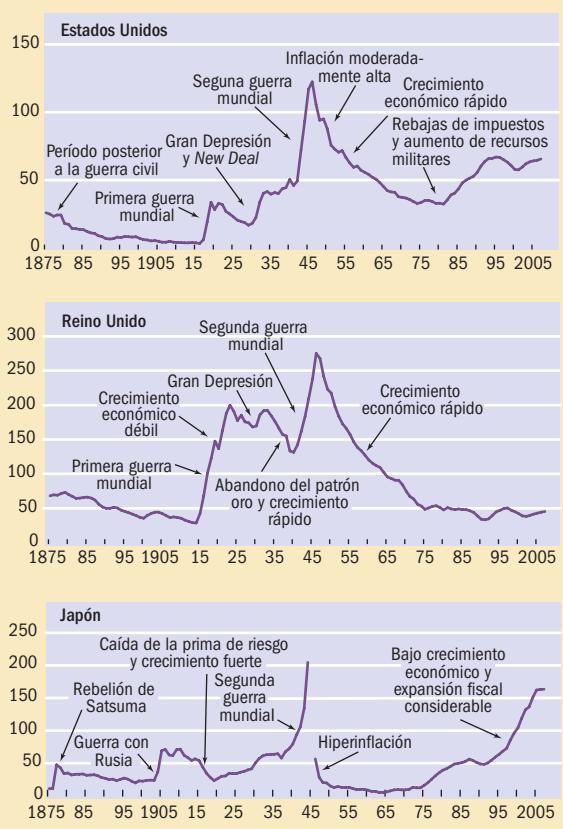
- En ocasiones anteriores, algunas de las economías más grandes del mundo acumularon deudas muy elevadas —superiores al 100% del PIB— y en varios casos lograron reducirlas sin demasiadas perturbaciones económicas o sociales.

- El crecimiento económico rápido y sostenido fue un factor principal en la mayoría de los casos de reducción exitosa de la razón deuda/PIB en el último par de siglos. Por ejemplo, el rápido crecimiento económico que siguió a la segunda guerra mundial permitió a Estados Unidos reducir esa relación de 121% en 1946 a 50% en 1965. En cambio, en el Reino Unido, que aplicó políticas fiscales demasiado prudentes y mantuvo su adhesión al patrón oro, el lento crecimiento económico de los años veinte y durante la Gran Depresión elevó la proporción deuda/PIB de 130% en 1919 a 178% en 1933.

Cimas y valles

Históricamente, las guerras han elevado la deuda pública.

(Deuda pública, porcentaje del PIB)



Fuente: FMI.

No obstante, es preciso considerar el panorama actual con la debida cautela y hacer hincapié en la necesidad de preservar la solvencia fiscal.

- No siempre las principales economías avanzadas han reducido su deuda sin sufrir problemas. Hubo hiperinflación tras las grandes guerras y en situaciones de inestabilidad política interna, y una inflación moderada también contribuyó a reducir el valor real de la deuda, especialmente hasta los años cincuenta. También hubo casos de cesación parcial de pagos al caer fuertemente la economía durante el período de entreguerras, como sucedió en Italia a fines de los años veinte, y la eliminación de la "cláusula de oro" en los contratos de deuda en 1933 impidió que la razón deuda pública/PIB de Estados Unidos aumentara 25 puntos porcentuales cuando este país abandonó el patrón oro.

- También cabe tener en cuenta dos importantes diferencias con otros episodios históricos. Primero, en períodos de guerra el financiamiento interno de la deuda se vio facilitado por un amplio control estatal de la economía, incluidos los controles de capital, mientras que los ciudadanos también pueden haber sentido el deber moral de respaldar el esfuerzo bélico. Segundo, la crisis actual presenta características verdaderamente nuevas, como los pasivos contingentes vinculados a los avales de las obligaciones del sector financiero en una escala nunca antes observada.

Una crisis mayor: El envejecimiento poblacional

Otra diferencia entre la actual acumulación de deuda y episodios similares del pasado estriba en los desafíos fiscales preexistentes que hoy plantean los sistemas de pensiones y de salud.

Actualmente, la mayoría de las economías avanzadas y varias economías emergentes cuentan con sistemas altamente desarrollados (y costosos), pero no fue así en los episodios previos a la segunda guerra mundial. Uno de los mayores logros del gobierno de Franklin Delano Roosevelt ante la Gran Depresión fue la creación del sistema de seguridad social en 1935, con aumentos inmediatos en las contribuciones y postergación de las pensiones.

La mayoría de las economías avanzadas y varias economías emergentes enfrentan hoy importantes presiones fiscales a largo plazo generadas por el impacto del envejecimiento poblacional en los costos de los sistemas de pensiones y de salud: en la mayoría de los países del G-20 respecto de los cuales se dispone de datos, el gasto en esos rubros crecerá más de 3 puntos porcentuales del PIB entre 2005 y 2050. De hecho, esas presiones son mucho más severas que las provocadas por la crisis financiera, cuya carga, calculada según su valor presente neto, equivale a menos del 5% del impacto del envejecimiento. Sin embargo, como el problema del envejecimiento poblacional avanza lentamente en comparación con las consecuencias más urgentes y visibles de la crisis financiera, existe el peligro de que se lo olvide temporalmente y se posponga su resolución hasta un momento en que esta resultará más costosa.

Una estrategia para la recuperación

Aunque una recuperación económica exitosa de la crisis financiera exige tanto devolver solidez al sistema financiero como dar un estímulo sustancial a corto plazo en los países que puedan afrontarlo, los países deben clarificar pronto su estrategia para garantizar la solvencia fiscal.

Las autoridades deberán balancear dos riesgos contrapuestos:

- **El riesgo de una depresión y un estancamiento prolongados:** aquí los costos económicos y fiscales de la inacción podrían ser aún mayores que los de la acción; si la situación económica y financiera se deteriorara más, podría requerirse dar más respaldo al sector financiero, como una prioridad fundamental, pero posiblemente también reforzar la demanda agregada.

- **El riesgo de una pérdida de confianza en la solvencia del Estado:** es necesario seguir muy de cerca los indicadores de percepción de vulnerabilidad fiscal, como las tasas reales de interés, las expectativas de inflación, los diferenciales de bonos y de las primas por incumplimiento crediticio y los plazos de vencimiento de la deuda.

El equilibrio entre estos dos riesgos dependerá de las circunstancias propias de cada país. Los países difieren ampliamente en su capacidad de dar más estímulo: los niveles de deuda proyectados y los indicadores de vulnerabilidad fiscal serán relevantes al momento de optar por las políticas más convenientes.

No obstante, esa disyuntiva podrá abordarse mejor si los gobiernos clarifican de manera creíble su estrategia para garantizar la solvencia fiscal, estrategia que deberá basarse en cuatro pilares.

Primero, en lo posible los paquetes de estímulo fiscal deberían consistir en medidas temporales, para evitar que el déficit aumente permanentemente. Aunque el estímulo probablemente tenga que ser prolongado —porque también es probable que lo

sea la caída de la demanda del sector privado— no debería ser permanente.

Segundo, las políticas deben forjarse dentro de marcos fiscales a mediano plazo que contemplen la consolidación fiscal, una vez que mejore la situación económica. Un marco a mediano plazo (respaldado por leyes de responsabilidad fiscal, reglas fiscales o consejos fiscales independientes) anclaría las políticas de ingreso y gasto. Pero como el panorama económico es sumamente incierto, los marcos fiscales deben brindar flexibilidad suficiente para dar más respaldo fiscal, de ser necesario.

Tercero, los gobiernos deben implementar reformas estructurales para fortalecer las perspectivas de crecimiento, factor clave en la reducción de la carga de la deuda lograda en la mayoría de los episodios de consolidación fiscal exitosa. En el plano fiscal, esto supone reformas para reducir el gasto improductivo, preservando, al mismo tiempo los programas que generen un crecimiento de alta calidad y una alta tasa de rentabilidad social. Las reformas impositivas deben mejorar los incentivos para el trabajo y la inversión, y también reducir el sesgo a favor del financiamiento mediante deuda frente al financiamiento mediante emisión de acciones, presente en la mayoría de los sistemas tributarios.

Cuarto, se necesita un plan claro para reformar las prestaciones de pensiones y salud a fin de atender las presiones a largo plazo que acarrea el envejecimiento poblacional. El monto y la velocidad del ajuste dependerán de cada país. Pero si se aplazan las reformas, luego deberán adoptarse medidas dolorosas y de mayor alcance. La magnitud de estos retos podría ofrecer una oportunidad en el contexto actual: medidas como el aumento de la edad de jubilación podrían contribuir en mucho a calmar la preocupación de los mercados acerca de la solvencia fiscal.

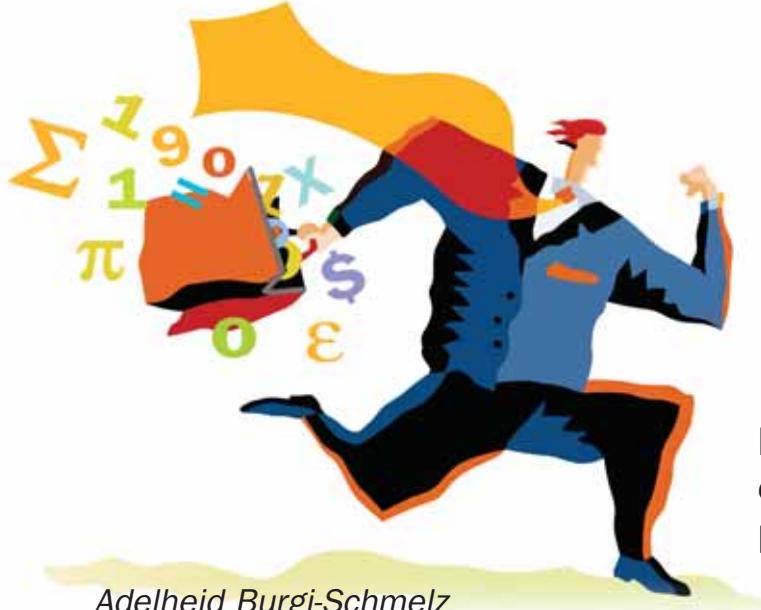
También surgen oportunidades

Estas recetas no son nuevas —algunas forman parte del asesoramiento que el FMI brinda en materia de políticas desde hace tiempo—, pero la actual debilidad de las finanzas públicas hace más necesaria su aplicación.

Realizar grandes reformas fiscales cuando la economía está gravemente debilitada plantea un reto difícil desde la perspectiva de la economía política, pero también se presentan oportunidades. A veces las crisis han sido la chispa que impulsó la adopción de reformas políticamente complejas, y el contexto actual puede ofrecer margen para aplicar el método del *big bang*, donde el estímulo inmediato para respaldar la economía podría combinarse con la adopción de reformas duraderas en materia de prestaciones.

Junto con otras instituciones financieras internacionales, el FMI puede cumplir un papel importante y constructivo en la promoción de reformas fiscales como parte de esa estrategia. Integrado por países de todo el mundo, el FMI está en una situación única para colaborar con ellos mediante asesoramiento y asistencia técnica en momentos en que la crisis actual los afecta a todos, aunque en grado diferente. La reforma de las prestaciones, los marcos fiscales a mediano plazo, la declaración de información fiscal y las reglas fiscales son algunos de los temas fundamentales a los que habrá de dedicar su labor en los años venideros. ■

Carlo Cottarelli es Director del Departamento de Finanzas Públicas del FMI.



Adelheid Burgi-Schmelz

EL ACIERTO en materia de política económica y finanzas requiere datos exactos, completos y oportunos. Sin ellos, las autoridades no pueden gobernar con eficacia y los líderes de empresa quedarian a ciegas, sin poder detectar tendencias incipientes y señales de peligro.

La actual crisis financiera mundial, como todas, revela debilidades. Su ritmo de desarrollo subraya la importancia de los indicadores que apoyan la labor sobre alertas anticipadas y el análisis de los nexos financieros internacionales. Si bien las complejidades creadas por los nuevos instrumentos financieros dificultaron el análisis de la propagación y transferencia del riesgo, la crisis también mostró que deben vigilarse mejor las actividades de las entidades creadas con un fin específico (*special purpose vehicles*) y las operaciones no incluidas en el balance, a menudo creadas a propósito por ser “invisibles”.

Las crisis de mediados y fines de los años 1990 indujeron avances en el suministro de datos, esencialmente datos más abundantes y oportunos de las economías emergentes, y mejoras en los datos sobre reservas en moneda extranjera y deuda externa.

Mientras tanto, el panorama financiero siguió cambiando. Por un lado, la intermediación financiera no bancaria aumentó mucho más rápido que la bancaria, y hubo un crecimiento explosivo de nuevos instrumentos (derivados, activos titulizados, etc.). La última crisis evidenció la falta de datos congruentes sobre quién tiene qué en los balances de instituciones no bancarias, y sobre riesgos contingentes y posiciones en derivados. Además, la mayor integración financiera de las entidades privadas de los mercados emergentes en los mercados mundiales puso en evidencia la falta de datos en los balances del sector privado de dichas economías.

En este artículo se examinan las mejoras recientes en materia de recopilación y distribución de información estadística, y se sugiere lo que debería hacerse para mejorar más la cooperación internacional y cerrar las brechas expuestas por la crisis.

Pasos importantes

En los últimos 10 a 15 años, la armonización y disponibilidad de datos mejoró muchísimo, y se iniciaron proyectos para apo-

Datos al rescate

Por qué una mejor información estadística será crucial para prevenir futuras crisis

yar el análisis de la vulnerabilidad de los países a los shocks. Esto respondió en parte a las crisis anteriores, entre ellas las de México y Asia en los años noventa, cuando se consideró que la declaración tardía e incompleta de datos económicos críticos había exacerbado los problemas. Como resultado, hoy en día los analistas y las autoridades pueden evaluar el riesgo soberano de las economías emergentes mucho mejor que en la década de 1990.

Normas y divulgación de datos. Fue un gran esfuerzo establecer normas para la declaración de datos económicos por parte de los gobiernos. La crisis mexicana de mediados de los años noventa propició el establecimiento de dos normas cruciales: las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD) y el Sistema General de Divulgación de Datos (SGDD). Estas iniciativas brindan marcos integrales para generar y divulgar un conjunto básico de datos económicos y financieros. Las NEDD preceptúan cómo deben publicar sus datos económicos y financieros los miembros del FMI que acceden, o quizás procuren acceder, a los mercados internacionales de capital, mientras que el SGDD indica buenas prácticas para producir y divulgar estadísticas.

Tras la crisis financiera de Asia, se fortalecieron las NEDD incorporándoles la divulgación de datos sobre reservas y liquidez en divisas, nuevos requisitos sobre la deuda externa y la posición de inversión internacional (PII). Por consiguiente, muchos más países comenzaron a divulgar esos datos, con lo cual mejoró la comparabilidad entre países.

Los países miembros del FMI no tardaron en reconocer la pertinencia e importancia de las NEDD y el SGDD, y hoy en día alrededor del 85% de ellos participan en una de estas iniciativas.

Armonización. Además de esta labor sobre divulgación de datos, la comunidad estadística ha propiciado la integración de las bases de datos macroeconómicos. En 1993, se armonizaron conceptos tales como residencia (o sea, definir quién es residente), sectores económicos, instrumentos, registro en base devengado y métodos de valoración en marcos estadísticos clave como el *Sistema de Cuentas Nacionales (SCN)* y el *Manual de Balanza de Pagos (MBP)*, así como manuales afines sobre estadísticas monetarias y financieras, y finanzas públicas. Esta tarea continuó, y en 2008 la comunidad estadística internacional

finalizó la actualización del SCN y el MBP para ayudar a mantener la pertinencia de las estadísticas económicas en un mundo cada vez más globalizado.

Ayudar a evaluar las vulnerabilidades

Gran parte de la labor del FMI sobre la vulnerabilidad se ha centrado en la calidad y transparencia de los datos. Los datos oportunos y detallados sobre reservas internacionales, deuda externa y flujos de capital ayudan a detectar vulnerabilidades y dan a las autoridades tiempo suficiente para remediarlas.

Los indicadores clave de vulnerabilidad abarcan los sectores de gobierno, financiero, de hogares y empresarial. Cuando las economías se tensionan, los problemas de un sector a menudo se propagan a otros. Por ejemplo, los temores sobre el déficit fiscal podrían ocasionar un pánico bancario o socavar la confianza en los bancos tenedores de deuda pública y desatar una crisis bancaria.

Las iniciativas de divulgación de datos, unidas a un sistema de estadísticas económicas congruente, han apuntalado el desarrollo de estadísticas pertinentes, oportunas y comparables, dentro y fuera de las fronteras. El Departamento de Estadística del FMI suministra datos económicos y financieros integrales en *International Financial Statistics* (mensual) y otras publicaciones. De hecho, estos conjuntos de datos emitieron alertas parciales antes de que sobreviniera la crisis actual; por ejemplo, el aumento de la relación activos y pasivos exteriores brutos/PIB de los países industriales y, más en general, de los desequilibrios mundiales.

Los avances en el suministro de datos desde mediados de los años noventa permitieron mejorar sensiblemente el análisis de las vulnerabilidades de las economías emergentes, que al recurrir a menudo al endeudamiento externo y a otras afluencias de capital para su crecimiento económico, se tornan muy susceptibles a cambios de actitud de los inversio-

nistas. Por ello, en esta labor el FMI prestó especial atención a este grupo de países.

Pero al acentuarse la reciente inestabilidad financiera, las crisis pueden manifestarse en países en diversas etapas de desarrollo. Se está trabajando para reforzar el marco del análisis de las vulnerabilidades financieras de las economías avanzadas.

Control de los vínculos internacionales

La rápida propagación de la actual crisis puso de relieve la interdependencia de la economía mundial. Para apoyar el análisis de dichos nexos mundiales, el FMI analiza las vulnerabilidades de la deuda mediante el enfoque del balance (véase el recuadro). También lleva registro de otros saldos acreedores y deudores entre países socios bilaterales, en bases de datos “de quién a quién”.

- **Comercio.** Para las estadísticas sobre el comercio de bienes, el FMI publica trimestral y anualmente *Direction of Trade Statistics*.

- **Cuenta financiera.** Desde los años sesenta, el Banco de Pagos Internacionales (BPI) recopila estadísticas de la banca internacional con información bilateral de países socios, a nivel de residencia y de grupos consolidados, para los bancos de los principales centros bancarios.

- **Inversión.** Desde 2001, el FMI publica anualmente datos sobre la posición de inversión de cartera de países socios bilaterales mediante la Encuesta Coordinada sobre Inversión de Cartera (ECIC). Se prevé efectuar una Encuesta Coordinada sobre la Inversión Directa (ECID) con datos de posiciones bilaterales y fecha de referencia a fines de 2009.

Con la implementación de la ECID, se estableció un marco para crear una base de datos “de quién a quién” para la mayoría de los componentes de la PII de un país. A través del Centro Conjunto de Información sobre Deuda Externa, el BPI, la OCDE, el FMI y el Banco Mundial están promocionando los conjuntos de datos “de quién a quién” e incrementando la disponibilidad de datos sobre deuda externa.

El enfoque del balance

Este enfoque se centra en los shocks de los saldos de activos y pasivos que pueden desatar grandes ajustes de los flujos de capital. Por ello, el enfoque del balance, que el FMI elaboró para analizar vulnerabilidades de la deuda, puede ser un útil complemento del análisis de flujos tradicional. Para cada sector, dicho enfoque brinda un panorama sobre los descalces de monedas y vencimientos, tanto para activos como pasivos financieros, en una matriz.

En esencia, el enfoque desglosa el balance financiero de las cuentas nacionales del país y representa la contrapartida de las tenencias para los datos sobre transacciones de flujos de fondos. A pesar de las limitaciones de los datos, este análisis de nexos intersectoriales permite detectar posibles vulnerabilidades. Las matrices del enfoque del balance contienen principalmente datos monetarios declarados en los formularios normalizados que el FMI introdujo en 2004. Más de 100 países han adoptado dichos formularios, y los datos declarados se publican en el suplemento de estadísticas monetarias y financieras de *International Financial Statistics*.

Monitoreo de shocks

Juntamente con el enfoque del balance, los conjuntos de datos “de quién a quién” tal vez sean una poderosa herramienta para estudiar la transmisión de shocks entre países. Pedro Rodríguez lo señaló en un estudio de 2008 que ilustra las tendencias opuestas entre la evolución de la cuenta corriente y la exposición a activos financieros de Estados Unidos, utilizando datos de la PII y la ECIC.

El desafío para el enfoque del balance y los proyectos “de quién a quién” es aumentar la cobertura, frecuencia y/o puntualidad de los conjuntos de datos pertinentes. Además, el FMI ha elaborado indicadores para medir la solidez de los bancos y el desarrollo de los mercados de valores.

Solidez bancaria. El Departamento de Estadística del FMI está comenzando a recopilar y divulgar regularmente datos sobre indicadores de la actual salud y solidez financiera, denominados indicadores de solidez financiera (ISF), de las instituciones financieras y, en menor medida, de sus sectores clientes. Los ISF reflejan las actividades mundiales de los grupos bancarios establecidos en una economía y se compilan siguiendo

estrictas normas de supervisión y contabilidad internacional. Asimismo, incluyen medidas de liquidez e indicadores sobre bienes raíces. Se prevé que unos 50 países miembros del FMI comenzarán a declararlos en el segundo trimestre de 2009.

La falta de declaración regular y uniforme de los ISF del sector bancario ha sido una clara laguna, al igual que la información incompleta sobre otras instituciones financieras.

Mercados de valores. Por último, en 2007 los ministros de Hacienda del Grupo de los Ocho reconocieron la importancia de identificar el volumen y los segmentos clave de los mercados de valores, sobre todo de los países de mercados emergentes, lo que propició la preparación de un manual sobre estadísticas de valores, una importante iniciativa del grupo de trabajo sobre bases de datos de valores, presidida por el FMI (y con la participación del BPI, el Banco Central Europeo y el Banco Mundial). El manual, que estaría listo en el primer semestre de 2009, se centrará inicialmente en las estadísticas sobre emisión de títulos de deuda.

La crisis genera nuevos desafíos

¿Cuáles son las nuevas áreas que precisan atención? Si bien la actual crisis señala la necesidad de perfeccionar las iniciativas en curso, los acontecimientos recientes también incitan a los expertos en estadísticas económicas a idear nuevas iniciativas, especialmente en cuatro áreas clave.

Datos sectoriales del balance. Debe mejorarse la disponibilidad de datos sobre activos y pasivos de instituciones financieras no bancarias, empresas no financieras y los sectores de hogares. La crisis subrayó la necesidad de identificar la actividad de los segmentos del sector financiero en los que la declaración de datos no está bien establecida o pueden haber surgido riesgos importantes. Las empresas no financieras han tenido vulnerabilidades inesperadas provenientes, por ejemplo, de las posiciones en derivados y moneda extranjera. A pesar de los progresos de algunos países, los activos inmobiliarios de los balances de los hogares y el impacto de los precios de las viviendas en el patrimonio de los hogares han incidido mucho en la crisis actual.

En el sector público (incluida la banca central), los costos de la intervención en respuesta a la crisis deben registrarse en forma adecuada y transparente, y declararse en términos brutos y netos. Es fundamental emplear un marco contable sólido (basado en los principios contables del sector público, que son compatibles con el *Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas, MEFP 2001*). El FMI está monitoreando la magnitud de las intervenciones anunciadas (por país) y recomendando ampliar el uso del marco del MEFP.

Transferencia del riesgo final/riesgo de crédito. La crisis reveló la complejidad para analizar la propagación y transferencia del riesgo y cuantificar la deuda. La problemática es, por ejemplo, determinar la actividad de las entidades creadas con fines específicos (*special purpose vehicles*) y las operaciones no incluidas en el balance, y evaluar la transferencia del riesgo con instrumentos como los *swaps* y derivados de riesgos de incumplimiento. Además, los productos estructurados enmascaran la radicación de los riesgos en el sistema.

El Departamento de Estadística está trabajando en la captación de las partidas no incluidas en el balance de las empresas

financieras, pero la tarea exige aprovechar la experiencia adquirida para elaborar un marco satisfactorio.

Datos para monitorear la evolución de los mercados de vivienda. Las variaciones de precios en el mercado inmobiliario y su impacto sobre el comportamiento de los hogares y las instituciones financieras fueron cruciales en los recientes acontecimientos económicos de muchos países. A pesar de la creciente importancia de este mercado, solo hay información abundante sobre algunos países.

Apalancamiento y liquidez. Los altos niveles de apalancamiento (activos/capital) acumulados en el sistema económico y la desvinculación entre la actividad financiera internacional y la actividad real en los países industriales (Lane y Milesi-Ferretti, 2006) también caracterizan a la crisis reciente.

La crisis también resaltó el riesgo de liquidez. En las estadísticas económicas, siempre se privilegió el vencimiento original como medida del vencimiento, pero con los problemas afrontados por muchas instituciones al agotarse súbitamente el flujo de capital, debe prestarse más atención a las medidas del vencimiento residual para identificar mejor el riesgo de refinanciamiento.

Cierre de brechas

Sin los datos adecuados, las autoridades vuelan a ciegas. Pero el cierre de brechas exige compromisos a largo plazo y cooperación internacional.

La crisis actual resalta la importancia de trascender los métodos tradicionales de producción estadística para obtener de modos más innovadores un conjunto de indicadores reales y financieros puntuales y más frecuentes, sobre todo con el fin de apoyar la labor sobre alertas anticipadas y reforzar varias iniciativas internacionales concebidas para perfeccionar las bases de datos estadísticos y cerrar las brechas de datos.

El FMI está trabajando en esto de dos formas. Dentro de la institución, a través de su proyecto Data Link, está elaborando un conjunto de indicadores puntuales y más frecuentes para —al menos en un principio— países sistémicamente importantes. A nivel internacional, el FMI preside un grupo interinstitucional sobre estadísticas económicas y financieras con la participación de otras organizaciones multilaterales. El grupo procura crear un sitio web mundial de indicadores económicos y financieros —inicialmente para varios países sistémicamente importantes— para cerrar ciertas brechas de datos y corregir deficiencias en forma coordinada. ■

Adelheid Bürgi-Schmelz es Directora del Departamento de Estadística del FMI. Robert Heath y Armida San José, del Departamento de Estadística del FMI, colaboraron en la preparación de este artículo.

Referencias:

Lane, Philip, y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004”, *IMF Working Paper 06/69* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Rodríguez, Pedro, 2008, *Data Provision to the IMF for Surveillance Purposes* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Redibujar

Un replanteo del rol del Estado y el mercado

Roger Bootle

LOS ECONOMISTAS deberían estar habituados a los shocks. Al caer el muro de Berlín, poco se sabía sobre cómo hacer la transición de un Estado totalitario de economía planificada a una democracia de mercado. En los años siguientes, se desarrolló un aspecto totalmente nuevo del asunto, y se forjaron muchas carreras brillantes.

Hoy se requiere una reinención similar, en vista de la actual turbulencia financiera. No es que muchos en Occidente, y esperemos que no demasiados economistas, quieran dar paso a la planificación central y a una importante participación pública en las empresas, pero el límite entre gobierno y mercado vuelve a desdibujarse.

En cierta forma, ya lo hemos vivido. Pero esto lo hace aún más perturbador. Los hechos de los años treinta provocaron una revolución en economía, pero solo tras un período de revolución política que ocasionó un sufrimiento indecible.

Lecciones aprendidas

Es imposible hacer un resumen de las lecciones de los años treinta que satisface a todos. Pero este es mi esfuerzo de síntesis. Primero, **las economías pueden estancarse en una depresión** de la cual los diversos actores —sean personas o empresas— no logren encontrar salida. El Estado es el único actor social capaz de trabajar por el interés colectivo a escala suficiente. Además, esa es su tarea: primero, intentar prevenir la depresión y luego, si llega, sacarnos de ella.

En segundo lugar, **el mercado financiero es diferente**. La gran incertidumbre y los horizontes de largo plazo lo exponen a violentos cambios de parecer y al efecto de manada. Dada la importancia de este mercado para la actividad económica real, no puede abandonárselo a sus propios recursos. Exige intervención, gestión, regulación y restricción.

Revolución y contrarrevolución

Esta visión keynesiana del vínculo a nivel macro entre mercado y gobierno predominó en casi todo Occidente desde la posguerra hasta los años ochenta. Pero luego una contrarrevolución la derribó. Entre los intelectuales, su impulsor fue Milton Friedman, que sostuvo fervientemente que el merca-

do era racional y eficaz. En cambio, los gobiernos eran inefficientes y a menudo irracionales. Lo que es más, ni siquiera actuaban siempre en aras del interés público, ya que podían ser presos de la corrupción o de los grupos de interés.

Quizá la manifestación más clara de este cambio de enfoque sea la demolición que hizo Friedman de la explicación keynesiana de la Gran Depresión. Según Keynes, el fenómeno reveló un defecto del capitalismo: provino del derrumbe de la confianza de los inversionistas en interacción con las peculiaridades de una economía monetaria.

¿La explicación de Friedman? El fracaso de la política económica. La Reserva Federal cometió miles de errores, siendo el más importante permitir que se contrajera la oferta monetaria. En caso contrario, solo habría habido una desaceleración común pero no una depresión, y menos todavía la Gran Depresión.

La filosofía de Friedman se aplicó en las políticas del Presidente de Estados Unidos Ronald Reagan y de la Primera Ministra británica Margaret Thatcher, quienes parecieron rechazar casi todo el consenso de posguerra. Un adecuado control del dinero, que se admitió pertenecía al ámbito público (aunque algunos custodios del libre mercado hasta esto cuestionaban), brindaría estabilidad macroeconómica; la competencia, desregulación, privatización y los bajos impuestos aportarían la eficiencia microeconómica.

Desde la perspectiva del derrumbe financiero de 2007–09, muchas de las certezas simples de los fundamentalistas del libre mercado ahora parecen ingenuas y hasta casi absurdas. Quizá se haya magnificado a Keynes para luego exponerlo como un ídolo de pies de barro. Pero ahora es evidente que lo mismo pasó con Friedman.

Entender bien a Keynes

¿Qué nos dicen los últimos sucesos sobre el mercado y el rol del gobierno? Creo que reafirman las lecciones de los años treinta extraídas por los primeros keynesianos, y lo que es más importante: confirman que el mercado financiero es diferente. Si las ignoramos, lo hacemos a nuestro riesgo. La política estatal debe apuntar a prevenir los extremos en ambos sentidos y estabilizar el sistema financiero y la economía.

las fronteras

El comportamiento de los ejecutivos también es un problema serio para el capitalismo, algo bien sabido casi desde el origen de este sistema. La teoría del capitalismo se centra en la idea de que el comportamiento en interés propio produce el bien común. Sin embargo, en general, a las empresas no las dirigen sus dueños sino directores contratados, con enorme poder en asuntos cotidianos, conflicto conocido en los estudios como “problema de agencia” o de representación. En la banca, aunque los salarios no son causa originaria de la crisis, los extraordinarios niveles y estructuras de remuneración tuvieron un papel clave al alentar la toma de riesgo que desestabilizó el sistema.

Un gobierno no más grande sino mejor

Pero esta crisis no fue solo un fracaso del sistema de mercado. Las fallas del gobierno también tuvieron un rol importante. Después de todo, si se acepta que el gobierno debería ser responsable de apoyar el sistema económico para evitar la depresión, inclusive mediante una enorme expansión fiscal, entonces cabría esperar que fomentase y conservase el poder de hacerlo.

Sin embargo, esto requiere acceso a cuantiosos recursos fiscales. Inquieta observar cómo muchos gobiernos occidentales son reacios a brindar tal apoyo a gran escala porque se resisten a llegar al punto en que el mercado manifieste temor al incumplimiento soberano. Pero esto se debe al propio despilfarro anterior del gobierno, al endeudarse tanto y permitir que la razón deuda/PIB alcance niveles tan altos. Irónicamente, estar preparado para ejercer la función esencial de protección ante la depresión exige que el Estado minimice su necesidad de captar dinero del mercado y mantenga baja la razón deuda/PIB, aspecto en el que ha fracasado rotundamente en casi todo Occidente.

Asimismo, en medio de la demanda de mayor regulación, reconocemos que el mercado estaba muy regulado, solo que mal. La respuesta a la crisis no es más, sino mejor regulación.

Así, se trató menos de una cuestión de microregulación que de macrosupervisión. Lo que falló no fue la pobre regulación de un mercado en particular sino más bien la mala gestión de toda la economía: la excesiva dependencia del crédito, la tolerancia de la burbuja inmobiliaria y hasta su adopción con entusiasmo, y —en el caso de varios países, incluidos España, Estados Unidos, el Reino Unido y gran parte de Europa oriental— la dependencia excesiva de recursos externos que permitieron mantener enormes déficits en cuenta corriente.

Pero ¿quién debería ser responsable de tal gestión macroeconómica? Desde luego que no el sector privado. Esta es una falla

del gobierno —de los ministerios de Economía y los bancos centrales— que se engañaron a sí mismos y a otros, y se regodearon en la gloria del castillo de naipes de una prosperidad ilusoria.

No arreglar lo que está sano

Hoy el peor peligro es arruinar lo que anda bien. Fuera del mundo de las finanzas, la crisis no ha revelado ninguna falla generalizada del capitalismo, aunque el mismo esté en crisis como resultado. En la mayoría de las economías occidentales, la actividad normal de producir y distribuir bienes y servicios ha funcionado bien. La única lección para este sector reside

Lo que falló no fue la regulación pobre de un mercado en particular, sino más bien la mala gestión de toda la economía.

en la importancia del problema de representación. Doblegar a los ejecutivos codiciosos y hacer que las empresas se comporten según los intereses de sus accionistas, por no hablar de la sociedad en general, es un gran desafío. Ahora que se demostró no solo la codicia sino la incompetencia de una gran franja de ejecutivos, los hechos recientes arriesgarán el respaldo popular del propio capitalismo.

El gran peligro que temo es que la indignación y la desilusión tras los eventos de 2007–09 traigan un desencanto extendido con el mercado en general, justo cuando más se lo necesita para hacer lo que hace bien: incentivar, dar señales y alentar la óptima utilización de recursos escasos, especialmente hoy en materia de medio ambiente, cambio climático y uso de vías públicas.

Sí debemos arreglar el mercado financiero, y ello significa, en varios sentidos, aumentar el papel del gobierno. Pero no precisamos un gobierno más grande. Ni tampoco, salvo en cuanto al poder de los ejecutivos de las empresas, necesitamos reparar la economía de mercado en general. ■

Roger Bootle es Director Ejecutivo de la firma consultora Capital Economics con sede en Londres. Para septiembre de 2009 se prevé la publicación de su nuevo libro, The Trouble with Markets, por la editorial Nicholas Brealey.

El perfil del porvenir

Brad Setser

Las decisiones nacionales —y no las emanadas de reuniones cumbre— reformarán el sistema económico mundial

TRAS la crisis financiera de Asia, las principales economías del mundo desplegaron grandes esfuerzos para rehacer el sistema financiero internacional. Diez años más tarde, lo intentaron nuevamente: fue en 1998, después de la crisis de las economías emergentes, que durante un tiempo acumularon déficits que los bancos y los inversionistas privados de las economías más prósperas estuvieron dispuestos a financiar. En esa ocasión se procuró reformar la “arquitectura financiera”. El segundo intento vendrá después de la crisis financiera sistémica que comenzó en Estados Unidos, y que luego se propagó a los bancos europeos endeudados en dólares y al resto de la economía mundial.

La crisis actual fue resultado de la caída de los precios de la vivienda en Estados Unidos. No obstante, el déficit de los hogares de dicho país, del Reino Unido y de muchas economías de la zona del euro no se habría podido financiar durante tanto tiempo, y a una tasa tan baja, sin un aumento sin precedentes de los activos de los bancos centrales y fondos soberanos de las economías emergentes.

El esfuerzo de 1998–99 nunca estuvo a la altura de su propósito: la palabra “arquitectura” parecía apuntar a la creación de nuevas instrucciones o, al menos, a una renovación de las existentes. Esto no sucedió. En su lugar, se propusieron medidas para reducir la vulnerabilidad de las economías emergentes a los súbitos movimientos pendulares de los flujos de capital, incluir cláusulas de “reestructuración” en los bonos soberanos internacionales y establecer nuevos servicios crediticios en el FMI para ayudar a los países a hacer frente a las crisis provocadas por los movimientos del capital.

El sistema financiero mundial resultante de la última crisis fue fundamentalmente diferente del sistema vigente hasta entonces. Un mundo donde el auge sin precedentes de los activos externos de los bancos centrales de las economías emergentes financia los grandes déficits de Estados Unidos no es lo mismo que un mundo donde los inversionistas privados de ese país financian los déficits de las economías emergentes. El FMI y el G-7 cambiaron poco, no así el mundo en el que operan.

Decisiones difíciles

El sistema financiero internacional se define por las decisiones que adoptan países clave durante y después de una crisis, más que por un comunicado cuidadosamente redactado. La arquitectura para hacer frente a las crisis de la “cuenta de capital” fue el resultado de la decisión de Estados Unidos de prestar grandes sumas a México, cuando ese país no podía refinanciar sus bonos en dólares en 1995; de la decisión del FMI de liderar los esfuerzos para proporcionar financiamiento a gran escala durante la crisis de Asia, y de las condiciones de dicha institución a que se supeditaron los préstamos a Asia. El Comunicado de Colonia (Alemania) no determinó el régimen cambiario internacional. Este más bien se definió por el colapso del régimen de convertibilidad de Argentina, el éxito de la flotación regulada en Brasil, las cajas de conversión en Europa oriental, la paridad cambiaria en el Golfo y —más que nada— por la decisión de China de mantener su paridad frente al dólar, incluso después de que la divisa empezara a depreciarse en 2002. El marco regulatorio se definió tanto por la decisión de no frenar el desarrollo del sistema financiero paralelo —las instituciones muy poco



Depositantes haciendo cola frente a un banco que solicitó financiamiento de emergencia del banco central.

reguladas que llegaron a ejercer una función económica análoga a la de los bancos— como por la labor del Foro sobre Estabilidad Financiera.

Cabe recordar tres enseñanzas del debate de 1998 acerca de la arquitectura y de la posterior polémica sobre la forma de evitar y hacer frente a las crisis financieras internacionales.

Reunir a los países no garantiza resultados. Los cambios ocurrieron cuando los países pertinentes forjaron un consenso amplio sobre las reformas necesarias. Las economías avanzadas y emergentes coincidieron en que estas últimas podían ser menos vulnerables a las crisis acumulando reservas y reemplazando la deuda en moneda extranjera por endeudamiento denominado en moneda nacional. Su capacidad para endeudarse de esta forma resultó ser muy superior a lo previsto, en parte porque se presumía que sus monedas estaban subvaloradas. No debe subestimarse el alcance de ese cambio. Un mundo donde el gobierno ruso

tiene US\$10.000 millones en reservas de divisas y US\$140.000 millones en deuda en moneda extranjera al inicio de una desaceleración mundial es bastante diferente de un mundo donde las autoridades de ese país parten con US\$600.000 millones en reservas y solo US\$35.000 millones en deuda denominada en moneda extranjera.

Llegar a un consenso en otros ámbitos resultó elusivo, pero reunir a los países para que negociaran rara vez fue el principal problema. La mayor dificultad fue que los países clave no se pusieron de acuerdo ni consideraron la necesidad de hacerlo sin una crisis para presionarlos. Aunque el G-7 era presumiblemente el mejor foro para discutir en qué momento el FMI debería prestar grandes sumas a las economías emergentes, no estaba dispuesto a abandonar la opción de proporcionar grandes montos de financiamiento a países que pudieran ser objeto de movimientos especulativos contra sus monedas —o a países sin la posibilidad de refinanciar su deuda externa—, ni dispuesto a reconocer que los antiguos límites de acceso al crédito del FMI ya no eran adecuados para las principales economías emergentes. No se prestó suficiente atención a las discrepancias en torno de la conveniencia de seguir permitiendo que las economías emergentes se endeudaran para acumular grandes reservas; las decisiones difíciles se postergaron hasta la siguiente crisis.

Aunque el G-7 intentó ampliar el debate sobre los regímenes cambiarios para incluir a las economías emergentes en foros como el Grupo de los 22 y, más adelante, el Grupo de los 20 (G-20), esto no imprimió coherencia a los regímenes cambiarios mundiales. Se dejó que el dólar fluctuara libremente

frente al euro y—en general— frente al yen. La libra esterlina y el dólar canadiense hicieron lo mismo frente a las monedas de sus vecinos más grandes. Sin embargo, la enorme aceleración del aumento de las reservas de las economías emergentes a partir de 2002 desmintió toda noción de que el sistema financiero internacional estuviera definido por bancos centrales independientes que adoptaban regímenes de metas de inflación y dejaban que sus monedas flotaran para salvaguardar su autonomía monetaria.

No deben ignorarse los problemas difíciles... Durante la crisis de 1997–98, la reducción del crédito bancario transfronterizo ejerció grandes presiones sobre las reservas de divisas de las principales economías emergentes. Los debates más animados provocados por esta crisis se centraron en los obstáculos legales a la reestructuración de los bonos soberanos internacionales. Limitar las salidas de capital aparejadas al crédito bancario de corto plazo o controlar los riesgos

vinculados con el gran aumento del crédito bancario hacia las economías emergentes no despertaron un interés comparable. Pero lo merecían.

Las autoridades económicas presumieron que las economías emergentes se autofinanciarían con la venta de valores negociados, no endeudándose directamente con los bancos. Llegado el final del segundo trimestre de 2008, el crédito bancario transfronterizo a las economías en desarrollo ascendía a US\$1,2 billones, cifra que supera con creces el monto total colocado en bonos soberanos internacionales. En la crisis actual, las medidas para reducir el riesgo bancario transfronterizo ejercerán mayores presiones sobre las economías emergentes que el vencimiento de los bonos soberanos internacionales.

...pero los supuestos deben cuestionarse. Siempre es más fácil subrayar la reaparición de antiguas vulnerabilidades que imaginar nuevos riesgos. Es sorprendente que el debate sobre la “arquitectura” se haya centrado en el riesgo de que una crisis financiera en una economía emergente se propagara a todas las economías emergentes y a la economía mundial. Nunca se planteó seriamente que las perturbaciones financieras en una economía avanzada pudieran desestabilizar al conjunto de las economías emergentes más que las perturbaciones en una de estas últimas.

El G-7 instó al FMI a examinar más detenidamente las vulnerabilidades de los balances de las economías emergentes, pero no hubo presiones similares para que se estudiara si el sector financiero de Estados Unidos y Europa había asumido un riesgo excesivo en el sector de los hogares. No obstante, las quejas de las economías emergentes sobre las divergencias de procedimiento en la supervisión que ejerce el FMI omiten algo aún más importante: una supervisión más intensa no habría dado un resultado distinto. En 2007, el IMF elogió la función muy innovadora de los mercados financieros de Estados Unidos por respaldar la afluencia de capital, y sostuvo que la ventaja de ese país en la creación de productos financieros complejos había contribuido a atraer los fondos necesarios para sostener sus elevados déficits externos. En su informe, el FMI indicó que la situación financiera de los bancos comerciales y de inversión era sólida y que los riesgos sistemáticos seguían siendo bajos, pero concedió que la innovación financiera complicaba la evaluación del riesgo en un momento en que la asunción de riesgos se había acrecentado y las normas crediticias en algunos sectores se habían deteriorado. Aunque todos nos equivocamos, esa no fue precisamente una advertencia de una intensificación del riesgo.

Desde la perspectiva actual, el número de cuestiones clave no abordadas en el programa de trabajo sobre la “arquitectura” es asombroso. Se analizó cómo ayudar a las economías emergentes a hacer frente a la volatilidad de los flujos de capital, pero no la de los precios de los productos básicos. Se estudiaron modalidades para reestructurar los bonos soberanos, pero no los valores con respaldo hipotecario o las hipotecas denominadas en moneda extranjera. La necesidad de limitar el crédito del FMI a las economías emergentes se discutió sin fin, no así el riesgo de que los países recurriera-



Personas tratando de comprar alimentos en Yakarta, Indonesia, durante la crisis de Asia.

excesivamente al autoseguro. Tampoco se examinó cómo las economías avanzadas podrían hacer frente a los riesgos derivados de la mayor demanda de su deuda por parte de las economías emergentes interesadas en incrementar sus activos de reservas o el riesgo de que el apetito de reservas de las economías emergentes pudiera crear distorsiones en los mercados financieros de las economías avanzadas y ocultar el efecto de elevados déficits fiscales y de los hogares.

Indicios alentadores

¿Tendrá éxito el esfuerzo actual por rehacer el sistema financiero internacional?

La crisis está aún en su fase inicial. La experiencia pasada apunta a que las decisiones nacionales, muchas veces adoptadas en un entorno muy difícil, contribuirán más a redefinir el sistema financiero que las reuniones cumbre que se celebren a nivel mundial.

No obstante, sigue siendo importante forjar un consenso global sobre los cambios que requiere el sistema financiero internacional. Algunos indicios resultan alentadores. Las economías emergentes clave están participando en forma novedosa en este proceso. El G-7 sigue existiendo, pero es probable que la reunión anual de los líderes del G-20 despierte mucho mayor interés que el retiro de verano de aquel.

La propia crisis es la que ya ha reconfigurado la arquitectura de los sistemas financieros de Estados Unidos, del Reino Unido y de Europa: los gobiernos ejercen un papel mucho más grande en la intermediación financiera que en el pasado. Parece un hecho que también dará lugar a grandes cambios normativos.

A menos que se disuelvan las instituciones consideradas como demasiado grandes para fracasar, sería un error recurrir a los mercados crediticios para disciplinarlas. A corto plazo, contener la crisis actual debe tener primacía sobre cómo evitar la siguiente y, en este momento, obligar a las instituciones a incrementar su capital sería contraproducente. El excesivo endeudamiento ha dado lugar a un desapalancamiento demasiado rápido. Sin embargo, en el futuro las grandes instituciones tendrán que contar con mayores reservas de capital y liquidez.

Aunque estas tareas recaen sobre las economías maduras del mundo, las emergentes deben insistir en que las cumplan satisfactoriamente. Hay un evidente interés de estas últimas por ver que las instituciones básicas del sistema financiero se fiscalicen acertadamente: para muchas, el colapso de Lehman provocó una mayor crisis financiera que la cesación de pagos de Rusia.

Indicios menos alejadores

Sentar bases más sólidas para el crecimiento mundial requiere una mejor regulación, pero también medidas en los siguientes ámbitos:

- La coordinación del estímulo macroeconómico.
- La evolución del régimen cambiario internacional.
- El fortalecimiento de las instituciones mundiales para que concedan crédito en momentos de crisis.

En cada uno de estos ámbitos, aún no está claro si se ha llegado a un consenso sobre lo que debe cambiar.

En el cenit del auge de la vivienda en Estados Unidos y Europa, los grandes déficits de los hogares de algunas economías maduras contrarrestaron el superávit de las economías emergentes. Esta expansión solo podía durar si el sector de los hogares, ya fuertemente endeudado, seguía endeudándose. Cuando dejó de hacerlo, los gobiernos no tuvieron más remedio que intervenir con programas de estímulo, pero —como no se cansa de señalar Martin Wolf del *Financial Times*— el riesgo es que el sobreendeudamiento de los hogares se transforme en el sobreendeudamiento de los gobiernos.

La tarea de respaldar el crecimiento mundial no debe recaer solo sobre los países muy endeudados o con grandes déficits. Los países con grandes superávits deben aportar lo suyo, y no esperar los efectos secundarios de los programas de estímulo que adopten las economías deficitarias. De lo contrario, la próxima crisis sistémica podría ser provocada por una pérdida de confianza en la situación fiscal de una economía avanzada con un abultado déficit externo.

En cuanto a los tipos de cambio, ni siquiera se mencionaron en el comunicado de la primera reunión del G-20, lo cual indica falta de voluntad para examinar las cuestiones clave que enfrenta la economía mundial. El resultado de la decisión de reducir las tasas de interés en Estados Unidos tras la crisis de las empresas “punto com” podría haber sido una baja del dólar y un aumento de las exportaciones en lugar de un auge de la inversión en viviendas. Sin embargo, los países clave no se resistieron al descenso del dólar, limitando la depreciación de la divisa. El resultado de la depreciación del dólar y el renminbi frente al euro fue un aumento del superávit comercial de China y del financiamiento de China a Estados Unidos, no una disminución del déficit comercial en este último país. Los fiscalizadores de Estados Unidos no se dieron por aludidos, dejando que los hogares asumieran deudas considerables, en tanto que las instituciones financieras mantenían sus utilidades altas incrementando su apalancamiento a medida que sus márgenes bajaban. Pero es difícil comprender cómo se pudo permitir que se intensificaran las vulnerabilidades del sec-

tor de los hogares estadounidenses durante tanto tiempo sin una gran afluencia de capitales de los bancos centrales del mundo.

La integración de los grandes mercados emergentes de la economía mundial se verá dificultada si sus regímenes cambiarios difieren radicalmente de los que han adoptado las otras grandes economías, sobre todo si las monedas de los países con grandes superávits externos están vinculadas a la moneda del país con el mayor déficit externo del mundo. Según el FMI, la reducción de los desequilibrios mundiales implicará una depreciación de la moneda del país deficitario, pero no está claro si también bajaría el valor de las monedas de los grandes países superavitarios o si los exportadores de petróleo seguirán vinculando su moneda al dólar.

Por último, el FMI no cuenta con recursos suficientes para estabilizar el sistema financiero mundial u ofrecer una opción al autoseguro nacional. En un entorno en que las exportaciones, los precios de las materias primas y los flujos de capital oscilan enormemente, es probable que muchas economías emergentes concluyan que la estabilidad financiera exige un monto de reservas casi inimaginable. Actualmente, incluso las economías emergentes con un PIB de US\$1 billón y US\$200.000 millones en reservas no están seguras de que los US\$200.000 millones del FMI sean suficientes. Al inicio de la crisis, Rusia contaba con US\$600.000 millones en reservas, pero esa cifra no bastaría si sus reservas siguen disminuyendo US\$100.000 millones por trimestre. Las oscilaciones recientes de los flujos de capital mundiales han sido extremas: en un solo trimestre la afluencia anual privada a las economías emergentes, que llegó a una cifra sin precedentes, se convirtió en una salida neta de capitales. Las fluctuaciones de los precios de los productos básicos, y de los consiguientes ingresos de exportación, no han sido menos extremas.

El porvenir

La crisis está golpeando duro a todos los sectores de la economía mundial. Los países que dependían de las entradas de capital privado para cubrir sus déficits externos han visto detenerse los flujos. Los que tienen superávits en cuenta corriente, pero no han recurrido a una continua afluencia de capitales, no están en mejor situación. Algo ha dejado de funcionar. El sistema financiero debe ser más robusto, estar menos dispuesto a financiar los excesivos déficits de las economías maduras y emergentes, y mostrarse menos propenso a súbitos cambios de dirección o a crisis agudas.

Aunque es difícil prever riesgos, los estragos de los últimos meses deberían incentivar a todos los países a esforzarse más, y a plantearse el tipo de economía que quisieran ver surgir de la crisis actual. Una sugerencia: no nos fiemos de los grandes déficits externos de Estados Unidos para impulsar la demanda internacional o solo de los déficits de ese país para proporcionar al mundo un gran volumen de activos de reserva. Eso no ha funcionado. ■

Brad Setser es Profesor de Geoeconomía del Consejo de Relaciones Externas.

Aunque todos coinciden en que la gestión de los mercados financieros debe reformarse, no está claro quiénes harán qué

Una red enmarañada

Amar Bhattacharya

LA CRISIS financiera que atraviesa el mundo ha puesto patente mente de manifiesto deficiencias graves en la gestión de los mercados financieros. Desde los años setenta, estos mercados han crecido exponencialmente, mucho más rápido que cualquier otro mercado mundial.

La expansión fue impulsada por la des regulación y la innovación financiera, factores que se reforzaron mutuamente entre sí. Aunque los bancos ejercieron un papel central en esta rápida y sostenida expansión y progresiva internacionalización, los mercados de capital y la titulización también contribuyeron.

Lo que no creció junto con la proliferación de estos mercados fueron las instituciones y estructuras que los supervisan y fijan

y aplican la reglamentación. Eso creó una brecha inquietante entre la actividad de los mercados y el alcance reglamentario, sobre todo en los mercados maduros.

La crisis financiera ha demostrado en forma impresionante cómo las deficiencias regulatorias han dañado la economía mundial, y ha subrayado la urgencia de adoptar enfoques mundiales para regular los mercados internacionales. En la actualidad, reformar los mercados financieros se reconoce universalmente como una prioridad mundial apremiante. Sin embargo, aunque las propuestas han sido muchas, aún no se ha llegado a un acuerdo sobre el alcance de la reforma, quiénes harán qué ni cómo se coordinará y aplicará la cooperación internacional.

Foto de las oficinas centrales del Banco de Pagos Internacionales en Basilea, Suiza.

Una rápida evolución

Hasta principios de los años ochenta, los sistemas financieros nacionales eran dominio de los bancos, se regían por una normativa relativamente estricta y su exposición al riesgo internacional era limitada. Con la emisión de eurobonos en esa década, los flujos y los vínculos financieros transfronterizos empezaron a ampliarse fuertemente y, si bien la crisis de la deuda de los años ochenta frenó la integración de los países en desarrollo y la crisis financiera de los noventa causó estragos en algunos mercados emergentes, dichas crisis no redundaron de forma significativa en la evolución y expansión de los mercados financieros mundiales.

El volumen de los mercados financieros mundiales, impulsados por el rápido crecimiento de la banca internacional, siguió creciendo, y pasó de solo US\$0,1 billones en 1970 a US\$6,3 billones en 1990 y a US\$31,8 billones en 2007. Paralelamente, debido a una ola de fusiones y adquisiciones transfronterizas, el sector bancario internacional se consolidó. Los bancos empezaron a realizar actividades que hasta entonces eran dominio exclusivo de entidades no bancarias, oscureciendo la distinción entre bancos y otras instituciones financieras y creando un sistema bancario paralelo, con el resultado de que grandes segmentos de la actividad bancaria quedaron al margen de la regulación. Asimismo, el rápido auge de instrumentos titulizados complejos como los derivados sobre créditos, incrementaron marcadamente el apalancamiento de los bancos, ocultando los riesgos. Llegado 2007, el mercado de instrumentos derivados sobre créditos —insignificante en 2001— había alcanzado un volumen de unos US\$50 billones.

Asia da el alerta

Tras la crisis de Asia en 1997–98 se lanzaron una serie de iniciativas para reformar la arquitectura del sistema financiero internacional (véase el recuadro).

Una red de reguladores

Aunque la supervisión de los mercados financieros internacionales ha ido evolucionando con el tiempo, la brecha entre el alcance de la normativa y las actividades de estos mercados ha seguido creciendo. *El Banco de Pagos Internacionales* (BPI), fundado en 1930, es el foro más antiguo para la coordinación de los mecanismos mundiales. Sus 55 miembros son bancos centrales de las economías avanzadas y, cada vez más, de economías emergentes.

La principal entidad detrás del BPI es el *Grupo de los Diez* (G-10), integrado por los ministros de Hacienda y gobernadores de los bancos centrales de 10 economías avanzadas. El G-10 ha creado comités importantes, con secretarías en el BPI, que realizan una labor clave en sus respectivos ámbitos de competencia. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea fija las normas sobre la supervisión de los bancos; el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, las que rigen los pagos, compensación, liquidación y mecanismos conexos, y el Comité del Sistema Financiero Mundial, la detección y evaluación de factores de tensión en los mercados financieros internacionales, así como medidas para promover la estabilidad en los mercados emergentes.

Se estableció primero un grupo de trabajo, el denominado grupo Willard, integrado por las autoridades de 22 países desarrollados y emergentes y por las instituciones financieras internacionales (IFI), para fijar objetivos con respecto a la transparencia, el fortalecimiento de los sistemas financieros y la resolución de las crisis financieras internacionales.

Posteriormente, en 1999, los principales países industrializados del Grupo de los Siete (G-7) solicitaron al entonces Gobernador del Bundesbank Hans Tietmeyer que estudiara opciones para fortalecer los mecanismos institucionales de coordinación internacional. En su informe, Tietmeyer propuso la creación de un foro integrado por los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales, y otro por autoridades económicas, organismos fiscalizadores, IFI y los órganos normativos y de supervisión. Sus recomendaciones dieron lugar a la creación de dos instituciones ese año: el *Grupo de los Veinte* países industrializados y emergentes (el G-20), y el *Foro sobre Estabilidad Financiera*.

Desde su creación, el G-20 ha sido un foro importante para el diálogo entre los países desarrollados y los principales países emergentes sobre el temario de trabajo económico y financiero mundial, incluida la reforma de la arquitectura financiera internacional.

El objetivo del Foro sobre Estabilidad Financiera, cuya Secretaría está en el Banco de Pagos Internacionales (BPI), era examinar los riesgos sistémicos de los mercados financieros y estrategias para atenuarlos. Sus miembros proceden principalmente de los países del G-7, cada uno representado por tres funcionarios de alto nivel de la Tesorería, el Banco Central y las autoridades de supervisión.

El Foro ha sido el principal mecanismo para reunir al creciente conjunto de instituciones encargadas de la gestión financiera mundial, y realizar la labor técnica sobre las normas y códigos internacionales, las instituciones muy apalancadas,

En el BPI también funcionan la Secretaría de la *Asociación Internacional de Supervisores de Seguros*, que representa a los supervisores de seguros de unas 190 jurisdicciones en casi 140 países, y el *Foro sobre Estabilidad Financiera*.

La *Organización Internacional de Comisiones de Valores*, no vinculada al BPI, cuenta con 109 países miembros y representa un 90% del mercado mundial de valores. La *Comisión de Normas Internacionales de Contabilidad*, por su parte, fiscaliza la formulación y los acuerdos sobre las normas contables a nivel mundial.

Actualmente, aunque ninguna entidad regulatoria mundial supervisa directamente las prácticas contables ni las entidades de calificación crediticia, estas son fiscalizadas indirectamente por los encargados de la regulación financiera.

Los otros organismos normativos y de cooperación internacional incluyen el *FMI*, encargado de los códigos de transparencia monetaria y financiera; la *OCDE*, que fija normas y buenas prácticas para el buen gobierno empresarial, y el *Banco Mundial* y la *Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional*, que conjuntamente han formulado normas sobre los regímenes de insolvencia y los derechos de los acreedores.

los centros financieros *offshore* y los sistemas de garantía de depósitos.

Por su parte, entre 1997 y 2003, el FMI centró gran parte de su labor en el fortalecimiento de la arquitectura financiera internacional (por ejemplo, a través del Programa de Evaluación del Sector Financiero, los Informes sobre la Observancia de los Códigos y Normas y el ahora extinto Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana).

Todos estos esfuerzos se dirigieron principalmente a los mercados emergentes. No centraron la atención en las vulnerabilidades de los mercados maduros: presumían que estos eran robustos y que reforzarlos tendría poco valor. Asimismo, varios países y participantes del mercado se opusieron a la idea de que la regulación se extendiera a segmentos de importancia sistémica, como los fondos de inversión libre (*hedge funds*) de las economías avanzadas.

La crisis actual ha destapado graves fallas . . .

La crisis ha llevado a un replanteo de la función de los mercados financieros y las fallas en su administración, sobre todo en las economías avanzadas. Según muchos analistas, el papel de los mercados financieros es demasiado amplio, y la desenfrenada globalización de los mismos ha dejado a los países y sus ciudadanos vulnerables a su inherente imprevisibilidad. Aunque todavía se siga reflexionando, especialmente sobre lo que fracasó y las enseñanzas de la crisis, hubo tres fallas básicas, todas pertinentes para las reformas futuras.

Primero, la crisis puso de manifiesto deficiencias fundamentales en los mercados financieros. Pese a que los problemas de asimetría de la información, de riesgo moral y de “principal-agente” son bien conocidos, la crisis puso de relieve fallas en el gobierno de las sociedades, los mecanismos de concesión del crédito y las normas sobre la emisión de valores que rayan en lo fraudulento. Asimismo, ha demostrado cómo los instrumentos financieros, cada vez más complejos (y exemplificados en los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor), han acrecentado la prociclicidad y ocultado riesgos subyacentes. Tampoco han funcionado los dos pilares de la corrección de mercado: la gestión del riesgo por parte de las instituciones financieras y la disciplina de mercado.

Segundo, hubo un fracaso general de la regulación financiera. Pese a la importancia asignada a la suficiencia del capital, las normas se aplicaron de tal forma que permitieron una acumulación significativa de endeudamiento y fomentaron la prociclicidad. Además, la fragmentación de las normas, sobre todo en Estados Unidos, contribuyó al arbitraje regulatorio y a una mayor asunción de riesgos, a lo que se sumó el hecho de que los fondos de inversión libre y los mecanismos de inversión especiales creados por los bancos no fueron objeto de una regulación prudencial.

Tercero, la crisis puso de relieve grandes deficiencias en la coordinación y la cooperación internacionales. La supervisión ejercida por el FMI y el Foro sobre Estabilidad Financiera ha sido laxa e incompleta, en gran parte por-

que ninguna de estas instituciones cuenta con los elementos fundamentales para someter a las economías avanzadas a un control eficaz. Incluso cuando se comprendía el problema, como en el caso de los crecientes desequilibrios macroeconómicos que acrecentaron la vulnerabilidad, no hubo acuerdo con respecto a las responsabilidades o los mecanismos para que se adoptaran las medidas cooperativas necesarias. El FMI carece de recursos e instrumentos para hacer frente a una inestabilidad sistémica. Asimismo, el desequilibrio en la voz y representación de las economías emergentes y en desarrollo en el FMI, que es aún más agudo en el BPI y los organismos normativos, ha minado la legitimidad y eficacia de la gestión financiera mundial.

. . . y ha dado lugar a nuevas propuestas

El consenso creciente sobre las deficiencias normativas ha generado propuestas de reforma en numerosos ámbitos. Un tema común ha sido que debe reponerse el equilibrio entre regulación y *laissez-faire* a fin de crear una normativa prudencial que sea contracíclica, abarque a todas las instituciones financieras y se aplique de manera coherente en todo el mundo.

En estas propuestas se subraya la necesidad de: 1) ofrecer mejores incentivos para actuar con prudencia mediante reformas de las modalidades de remuneración y logrando que las entidades que conceden crédito y emiten valores asuman más riesgos; 2) adoptar normas de capital mucho más estrictas, con límites de endeudamiento menos flexibles y estabilizadores automáticos para evitar la prociclicidad y la formación de burbujas de los activos; 3) prestar mayor atención a la supervisión de la liquidez y los riesgos de financiamiento; 4) crear mejores mecanismos para supervisar las grandes y complejas instituciones financieras transfronterizas; 5) ampliar el alcance de la regulación financiera para que todas las instituciones de importancia sistémica se rijan por normas apropiadas; 6) mejorar la transparencia y reducir los riesgos sistémicos de los instrumentos derivados y los instrumentos financieros complejos, velando por que las transacciones se realicen principalmente en las bolsas y por medios electrónicos y no mediante operaciones extrabursátiles en instrumentos financieros derivados, y 7) asegurar que las entidades de calificación del riesgo crediticio se rijan por normas rigurosas y eviten conflictos de intereses.

Pese al acuerdo sobre la mayoría de estos elementos, el diablo se esconde en los detalles. Las opiniones de los que proponen una regulación mucho más inflexible difieren de las de aquellos que creen en la disciplina de mercado y en dejar margen para la innovación financiera.

¿Y quiénes harán qué?

Este nutrido programa de reformas plantea una serie de incógnitas complejas, entre otras: quiénes se harán responsables de qué, cómo se corregirán las deficiencias en la arquitectura institucional actual y cómo debe reforzarse la cooperación internacional.

Las propuestas de mayor alcance recomiendan crear nuevas instituciones o enfoques normativos que se llevarían a la práctica mediante un organismo financiero mundial, una carta orgánica para formar un banco internacional y un mecanismo de insolvencia internacional. También se ha propuesto la creación de “colegios de supervisores” que se harían cargo colectivamente de una supervisión eficaz. A nivel más general, hay acuerdo sobre la necesidad de mejorar la cooperación y la comunicación entre los fiscalizadores, dado el alcance nacional de la regulación y la dimensión mundial de los mercados financieros.

En vista del importante papel de los vínculos macrofinancieros en el aumento de la vulnerabilidad y la resolución de crisis, también han pasado a primer plano la claridad con que se definen el papel del FMI y del Foro sobre Estabilidad Financiera y la necesidad de estrechar la cooperación entre estas entidades. Y aún más: se requiere una reforma fundamental del FMI para que la institución pueda centralizar los esfuerzos por reducir el riesgo de inestabilidad financiera y hacer frente a las crisis. El FMI deberá modificar radicalmente su función de supervisión, sobre todo en países y mercados de importancia sistémica, así como también sus instrumentos y políticas, para que pueda ofrecer respaldo, de carácter precautorio y en situaciones de crisis, a todos sus países miembros, contar con una dotación de recursos

mucho mayor, mejorar la rendición de cuentas y ser más representativo. También es hora de reevaluar el papel del FMI en el sistema monetario internacional y en el nuevo entorno de flujos de capital volátiles. No se trata solo de emprender reformas en Washington, también se requiere el renovado compromiso de los países miembros.

Dados el alcance y la complejidad de la reforma de la gestión financiera internacional, y los obstáculos políticos que se presentan, es necesaria una entidad a escala mundial que impulse el cambio. El G-20 está en condiciones de ejercer esta función, ya que reúne a los ministros de Hacienda y los gobernadores de bancos centrales de los países de mayor importancia sistémica.

Aunque el G-20 puede ejercer una función constructiva no puede reemplazar a los mecanismos de toma de decisiones más universales y legítimos. En ese sentido, resulta clave que el G-20 (y el Foro sobre Estabilidad Financiera) procure ser lo más inclusivo posible en sus deliberaciones y que recurra a las instituciones pertinentes para las decisiones finales. Al respecto, serán llamados a ejercer un papel central el Comité Monetario y Financiero Internacional y la Junta de Gobernadores del FMI, así como las Naciones Unidas. ■

Amar Bhattacharya es Director de la Secretaría del G-24.



COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions. Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products. The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises. The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/

To learn more about SIPA, please visit:
www.sipa.columbia.edu



El economista británico John Maynard Keynes (centro) fue uno de los principales arquitectos de la Conferencia Monetaria y Financiera Internacional de las Naciones Unidas celebrada en 1944.

¿Un nuevo Bretton Woods?

James M. Boughton

La historia muestra que para reformar el sistema financiero internacional es necesario actuar con iniciativa e incluir a todas las partes en el proceso

CUANDO en octubre de 2008 propusieron un “nuevo acuerdo de Bretton Woods”, el Presidente de Francia, Nicolas Sarkozy, y el Primer Ministro del Reino Unido, Gordon Brown, evocaron el éxito de la Conferencia Monetaria y Financiera Internacional celebrada en Nueva Hampshire en julio de 1944. Sarkozy y Brown pensaban en un nuevo acuerdo multilateral para estabilizar las finanzas internacionales en el siglo XXI, de la misma forma en que la Conferencia de Bretton Woods —en que se establecieron el FMI y el Banco Mundial— sirvió para estabilizar las relaciones financieras internacionales durante la segunda mitad del siglo XX. En la Reunión Cumbre de Washington de noviembre de 2008 se inició un proceso que podría conducir a ese acuerdo. ¿Cuáles son las condiciones para el éxito? ¿Qué tipo de liderazgo y qué compromisos se necesitan? La experiencia del pasado ofrece enseñanzas valiosas a este respecto.

En el siglo XX, los líderes políticos de los principales países hicieron varios intentos por establecer acuerdos internacionales sobre la arquitectura económica y financiera mundial. Muchos de estos fracasaron, pero Bretton Woods fue la gran excepción. La principal enseñanza derivada de esas gestiones es que, frente a una crisis, el éxito de la reforma depende de tres factores: un liderazgo eficaz y legítimo combinado con una participación inclusiva; objetivos manifiestos

ampliamente compartidos y un plan viable para alcanzarlos.

París, 1918-1919

En la Conferencia de Paz de París celebrada tras la primera guerra mundial, cuyo principal objetivo fue recrear las fronteras políticas y establecer principios para evitar otra guerra, se trató también de instituir un sistema para restablecer el libre comercio y el flujo de capitales. El Presidente de Estados Unidos Woodrow Wilson llevó la iniciativa y propuso sus “14 puntos” como principio rector. Si bien solo los principales países influyeron de manera significativa en los resultados de la Conferencia, la inclusión de otros aliados dio legitimidad al proceso.

El objetivo de liberalizar el comercio y las finanzas contó con amplio respaldo, pero no se resolvió cómo lograrlo, pues esa no era la prioridad máxima de la Conferencia. No hubo consenso sobre un sistema de libre comercio debido a los desacuerdos sobre indemnizaciones de guerra, los aspectos prácticos de restablecer el patrón oro y la necesidad de contar con una organización internacional con facultades de supervisión. El Congreso de Estados Unidos no aprobó la participación de ese país en la Sociedad de las Naciones, la nueva organización mundial. En una conferencia de seguimiento celebrada en Bruselas en 1920 se estableció la Sección Económica y Financiera de la Sociedad, aunque con funciones y facul-

tades limitadas. Estos fracasos contribuyeron apreciablemente a la autarquía, la inestabilidad de las relaciones financieras internacionales y la depresión económica de las décadas siguientes.

Londres, 1933

La Conferencia Monetaria y Económica Internacional, auspiciada por la Sociedad de las Naciones, fue el suceso de más envergadura del período de entreguerras. Fue precedida por dos reuniones relativamente exitosas, una en Génova (1922), donde se restableció el patrón oro para un grupo de países (principalmente europeos) y la otra en Roma (1930), donde se fundó el Banco de Pagos Internacionales. En la Conferencia de Londres de 1933 se trató de restablecer la paridad fija para una gama más amplia de monedas. Como en el caso de la Sociedad de las Naciones, esta tentativa fracasó debido sobre todo a la falta de respaldo del Gobierno de Estados Unidos. En 1936, este país suscribió un acuerdo de estabilización con Francia y el Reino Unido —el Acuerdo Tripartito— que de hecho fue un intento por conjurar una posible devaluación competitiva del franco francés. Si bien logró los objetivos fijados, el acuerdo no contó con una estructura institucional ni un mecanismo viable para exigir su cumplimiento. Por tanto, no sirvió para impedir el surgimiento de conflictos similares en el futuro.

Bretton Woods, 1944

Durante la segunda guerra mundial las Tesorerías del Reino Unido y de Estados Unidos comenzaron a formular planes para superar las deficiencias de los enfoques parciales surgidos en el período de entreguerras mediante la creación de instituciones financieras multilaterales. En 1942, John M. Keynes del Reino Unido y Harry D. White de Estados Unidos habían preparado sus respectivos anteproyectos e iniciado un intercambio de ideas con el objetivo de formular una propuesta común antes del fin de la guerra. Las preparaciones para la Conferencia de Bretton Woods se iniciaron efectivamente a mediados de 1943. Keynes recomendó limitar la participación a unos pocos países, y que el Reino Unido y Estados Unidos actuaran como “Estados fundadores” de las instituciones propuestas. Esta vez, Estados Unidos adoptó un enfoque más amplio. White insistió en permitir la participación de los 45 países aliados en las sesiones de redacción y en las principales decisiones. Los representantes de 18 países se reunieron en Washington en junio de 1943 para ofrecer sus propuestas, y en junio de 1944 se celebró una conferencia de redacción en Nueva Jersey en la que participaron 17 naciones. Pocas semanas después, las 45 delegaciones se reunieron en Bretton Woods.

El singular éxito de la Conferencia es atribuible a las extraordinarias circunstancias en que tuvo lugar y al cuidado con que se preparó. La depresión y la guerra neutralizaron las inquietudes de los países sobre los riesgos para su soberanía nacional creados por las atribuciones otorgadas al Banco Mundial y al FMI. La buena disposición del Gobierno de Estados Unidos para actuar como anfitrión y principal acreedor, encabezar la estructuración del FMI y ajustarse a las necesidades de otros países (por ejemplo, al aceptar la cláusula de “moneda escasa”, que imponía condiciones al país acreedor dominante) fue cru-

cial para el éxito de Bretton Woods. Posteriormente, Keynes y White emendaron profusamente las propuestas originales, no solo para tener en cuenta sus mutuos intereses, sino también para hacer más atractivo el proyecto para otros países. El acuerdo unánime en torno al Convenio Constitutivo se logró gracias a la cuidadosa formulación de un proyecto viable, al energético liderazgo de los dos países dominantes, a la legitimidad de un proceso inclusivo y a la buena voluntad política impulsada por la crisis.

Los organizadores de Bretton Woods habían previsto crear tres instituciones multilaterales, no dos. La idea de crear una organización internacional de comercio expuso fuertes desacuerdos políticos y por tanto se decidió posponer esa decisión hasta después de la guerra. Como alternativa, en 1948 un grupo de países estableció una entidad con menos facultades: el GATT. La OMC no se creó hasta 1994.

El fin de los tipos de cambio fijos, 1971-73

Las fuertes presiones sobre los tipos de cambio en los años sesenta y el término oficial de la convertibilidad del dólar en oro en 1971 pusieron en evidencia la necesidad de instaurar un nuevo régimen monetario. El Director Gerente del FMI Pierre-Paul Schweitzer propuso un reajuste de los principales tipos de cambio, incluida una devaluación del dólar. Surgieron discrepancias entre los principales países industriales en cuanto al curso de acción y los países en desarrollo se negaron a ser excluidos del debate. Reunido en Washington en diciembre de 1971, el Grupo de los Diez (G-10) convino en implementar un reajuste de las monedas, aunque muy pronto surgió oposición a ese acuerdo y la atención volvió a centrarse en el FMI. El G-10 no logró formular una solución por cuenta propia, pero acordó la creación del Comité de los Veinte (C-20), un organismo de asesoramiento ministerial que en ese momento representaba a los 20 países miembros del Directorio Ejecutivo del FMI.

El C-20 tenía la ventaja de contar con un marco institucional y una secretaría, además del apoyo político de los países industriales y en desarrollo. Sin embargo, carecía de un programa



Delegados durante las deliberaciones del G-10 sobre la crisis del dólar en 1971.

viable para restablecer la estabilidad del sistema de pagos. Los marcados desacuerdos sobre la estabilidad de los tipos de cambio entre Francia (que deseaba volver a la paridad fija) y Estados Unidos (que prefería un tipo de cambio determinado por el mercado) impidieron el consenso. Finalmente se abandonó la meta de estabilidad cambiaria. En cambio, se asignó al FMI la misión de ejercer una “estricta vigilancia” sobre lo que supuestamente se transformaría en un sistema estable, mediante la supervisión bilateral y multilateral. En 1978, esa misión se consagró en la Segunda Enmienda del Convenio Constitutivo del FMI.

El shock de los precios del petróleo

El Secretario de Estado estadounidense Henry Kissinger solicitó una nueva carta atlántica para coordinar la labor de los países industriales frente al shock de precios del petróleo de 1973–74. El FMI y la OCDE —cuyos miembros eran principalmente países industriales— propusieron crear un servicio financiero para reciclar el superávit de los países exportadores de petróleo. La OCDE recomendó establecer un Fondo de Apoyo Financiero para obtener préstamos de los países exportadores y otorgarlos a sus países miembros. Este proyecto contó con el decidido respaldo de Estados Unidos y los principales países europeos, y la OCDE negoció rápidamente un acuerdo para crear el fondo. No obstante, cuando el proyecto se encontraba en su etapa preparatoria, el FMI estableció un servicio del petróleo que obtenía préstamos de países ricos y exportadores de crudo, y los otorgaba con poca condicionalidad a países importadores, tanto industriales como en desarrollo. La propuesta de la OCDE perdió apoyo político y el tratado nunca se ratificó.

Propuestas de los años ochenta

En 1978, cuando entró en efecto la Segunda Enmienda, el sistema cambiario ya era inestable, situación que empeoró en los años siguientes. Entre 1982 y 1985, las autoridades financieras francesas y estadounidenses, entre otras, formularon varias propuestas para “un nuevo Bretton Woods”, aunque sus objetivos no se sistematizaron públicamente ni se trazó un plan para superar los problemas de la década anterior. Los planes nunca entraron en vigor, a pesar de contar con respaldo en altas esferas. En cambio, en 1985–87 el G-5 (Alemania, Estados Unidos, Francia, Japón y el Reino Unido) —que en gran medida había suplantado al G-10 como comité de coordinación de los países industriales— actuó por cuenta propia para detener la continua apreciación del dólar y estabilizar los tipos de cambio.

Reformas recientes

En 1998, el Congreso de Estados Unidos convocó a la Comisión de Asesoramiento para las Instituciones Financieras Internacionales. Esta recomendó que el FMI dejara de otorgar préstamos a más largo plazo y cancelara sus créditos frente a países pobres muy endeudados que adoptaran una estrategia de desarrollo aprobada por el Banco Mundial. Estas recomendaciones estimularon el debate —especialmente en el G-7 (el G-5, Italia y Canadá) y en el Comité Monetario y Financiero

Internacional, el organismo de asesoramiento del FMI (sucesor del Comité de los 20). Este debate condujo a la adopción de la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral y del Instrumento de Apoyo a la Política Económica en 2005.

Enseñanzas adquiridas

En el siglo pasado, la arquitectura financiera internacional evolucionó en respuesta a las circunstancias del momento. En ocasiones, las conferencias oficiales fueron un elemento importante del proceso. Sin embargo, en la mayoría de los casos la adaptación institucional frente a los cambios en la economía mundial fue resultado del debate interno y de las iniciativas formuladas entre grupos de países industriales. Cuando los problemas se delimitaron con claridad y los principales países coincidieron en una solución, las deliberaciones generalmente produjeron el liderazgo necesario para la reforma. En los casos de más éxito, ese liderazgo provino de un grupo reducido que estaba dispuesto a escuchar y absorber las ideas de un conjunto más amplio de participantes.

Los principales intentos por enmendar la arquitectura financiera internacional surgieron siempre como reacción frente a una crisis. Si tuvieron éxito, solo lo hicieron parcialmente. De esta observación se desprenden tres enseñanzas generales —relacionadas entre sí— sobre el contexto en que se trata de aplicar reformas financieras o de otro tipo.

- Inevitablemente, deberán excluirse ciertos objetivos clave (por ejemplo, el establecimiento de una organización de comercio en Bretton Woods o de reglas sistemáticas para los tipos de cambio en los años setenta). En el mejor de los casos, un “nuevo Bretton Woods” solo resolverá unos pocos problemas. Los objetivos excluidos probablemente no se cumplirán por muchos años, o al menos no antes de la siguiente crisis de envergadura.

- En muchos casos, las crisis financieras se producen simultáneamente con otras crisis, quizás más graves. Durante el último año, la economía mundial ha sufrido una serie de problemas, incluidos un derrumbe financiero y fuertes fluctuaciones de los precios de los alimentos, el combustible y otros productos básicos. El cambio climático y la extrema pobreza en el mundo en desarrollo se transformarán en crisis en el largo plazo. Si el temario se centra en la enmienda de las normas financieras internacionales, la oportunidad para resolver otras cuestiones podría perderse, quizás por muchos años.

- Lo que se termina haciendo y lo que se deja de lado depende en gran medida de la decisión sobre qué países pueden participar en el debate. Los países industriales y de mercados emergentes —principales participantes en los mercados financieros— son los únicos que pueden establecer nuevas normas financieras, aunque no pueden por cuenta propia adoptar nuevas reglas para el comercio de materias primas ni abordar el cambio climático o la extrema pobreza. Una participación más inclusiva en la próxima Conferencia de Bretton Woods aumentará las posibilidades de lograr beneficios a largo plazo para la humanidad. ■

James M. Boughton es historiador del FMI.

La solución interna

¿Pueden las políticas de “buen vecino” mantener un crecimiento sostenido en China?

Una obra en construcción en Guangzhou, China.

Leslie Lipschitz, Céline Rochon y Geneviève Verdier

PARA los economistas y especialistas en ciencias políticas —así como para los turistas que buscan la aventura— China es un país intrigante. Es inmenso y enormemente poblado, y tiene una historia y una cultura milenarias. Se ha integrado plenamente en la economía mundial en los últimos años, y el extraordinario crecimiento de su producto y sus exportaciones ha tenido un importante impacto mundial. Además, es un país suficientemente grande para que sus políticas influyan en el resto del mundo. El crecimiento de China se mantiene relativamente sólido incluso en la actual crisis económica mundial, pero la fuerte caída del empleo incita a reconsiderar profundamente las opciones de política económica.

En un reciente estudio del FMI (Lipschitz, Rochon y Verdier, 2008) se utiliza un modelo formal de crecimiento para responder a algunas preguntas generales sobre el proceso de crecimiento en los países en desarrollo, y a preguntas específicas sobre las fuerzas impulsoras en el caso de China.

- ¿En qué difiere de la norma el proceso de equiparación de China? ¿Contribuye la abundante mano de obra, en gran medida subempleada, a mejorar o a empeorar sus resultados económicos?
- ¿Puede atribuirse la extraordinaria competitividad de la industria china a las características estructurales subyacentes o —por lo menos en los últimos años— a una política cambiaria mercantilista de empobrecer al vecino?

- ¿Por qué, a pesar de que la tasa de ahorro interna se mantiene muy alta, China aún recibe cuantiosos flujos de inversión extranjera directa (IED)?

Un modelo transitorio de crecimiento

El producto (y por lo tanto el ingreso) de un país se crea combinando el capital y la mano de obra para producir bienes y servicios. Pero mucho depende del entorno institucional y tecnológico en el que se combinan estos factores de producción. Para muchos países, la transición de una economía dirigida a otra de mercado ha cambiado este entorno y ha propiciado un aumento considerable de la productividad de la mano de obra y el capital. Este aumento ha

elevado los rendimientos del capital y ha fomentado la inversión, lo que ha incrementado aún más la productividad de la mano de obra y los salarios sostenibles. Por lo tanto, se ha generado un proceso endógeno impulsado por instituciones más eficaces, tecnología más avanzada, rendimientos más elevados, una mayor inversión, más empleo e ingresos más altos. Obviamente, la reforma y apertura de la economía china desde 1978 ha representado un paso adelante en este sentido. Sin embargo, este proceso es transitorio: en algún momento el entorno institucional y tecnológico será equiparable al de las economías avanzadas y se acabará la era de los logros fáciles en materia de crecimiento; a partir de ahí, se registrarán tasas de crecimiento más similares a las de las economías avanzadas.

Cabe considerar otra parte importante de este proceso de equiparación: los trabajadores abandonarán la economía agraria (a medida que mejore la productividad y aumente la movilidad en ese sector) y se integrarán en la economía de alto crecimiento (por lo general, en el sector manufacturero). Colocar a este “ejército de reserva” de trabajadores en empleos de alta productividad es una parte esencial de este proceso de equiparación, especialmente en los países muy poblados con amplios sectores agrícolas de baja productividad.

En el caso de China, los datos básicos son poco comunes (véase el recuadro). Las tasas de crecimiento y de inversión se han mantenido muy altas. Aunque una relación capital/trabajo inicial baja suele asociarse con elevados rendimientos del capital y altas tasas de inversión, esta inversión podría financiarse de igual manera mediante préstamos externos o un elevado nivel de ahorro interno. No obstante, la tasa de ahorro interno se ha mantenido extraordinariamente alta, superando a la inversión interna en los últimos años.

¿Una estrategia mercantilista?

Los críticos de China (véase, por ejemplo, Goldstein y Lardy, 2005) sostienen que la tasa de ahorro interno muy elevada refleja un tipo de cambio subvaluado que ha frenado el consumo al sesgar la distribución del ingreso a favor de las empresas y no

de los asalariados. La intervención de China en los mercados cambiarios ha influido indudablemente en el tipo de cambio nominal, pero no está claro si la extraordinaria competitividad de la industria china se ha mantenido gracias a esta política o a características estructurales más fundamentales de la economía.

Considérese el siguiente ejercicio mental. Si los salarios de la industria china se mantuvieran en equilibrio —es decir, si los salarios percibidos por los trabajadores fueran iguales al valor de sus productos marginales— y las autoridades implementaran una apreciación del 30% del renminbi, ¿se produciría un correspondiente aumento de los salarios reales (es decir, los salarios nominales deflactados por el precio de los productos en renminbi)? Si fuera así, en la medida en que no pudiera transferirse totalmente a los compradores, esto provocaría indudablemente una caída significativa del empleo y ejercería presión a la baja sobre los salarios reales, salvo si ocurriera algo inesperado que produjera simultáneamente un aumento de la productividad de la mano de obra.

Otra versión más sutil del argumento del tipo de cambio subvaluado parte de una situación de desequilibrio y, por lo tanto, se aparta del modelo formal. Imagínese que inicialmente los trabajadores chinos reciben un salario inferior al valor de sus productos marginales, y que existe una tendencia natural a una apreciación *real* del renminbi —es decir, un aumento del costo unitario relativo de la mano de obra de China ajustado por el tipo

de cambio— que se frena deliberadamente mediante una política de intervención para evitar una apreciación del tipo de cambio. En estas circunstancias, una apreciación aceleraría el movimiento hacia un nuevo equilibrio sostenible, y las dilaciones en materia de política cambiaria están desacelerando un proceso inevitable, tal vez con el objetivo de ganar una ventaja competitiva a corto plazo.

Gran parte del debate sobre China se ha centrado en esta cuestión de su política cambiaria en el marco de su estrategia de crecimiento. Por esta razón, hemos decidido presentar formalmente las cuestiones de manera más precisa y mostrar las fuerzas subyacentes que entran en juego.

Un modelo de crecimiento real para China

Hemos formulado un modelo de crecimiento neoclásico real convencional para captar algunas de las principales características de la economía de China y hemos calculado algunos parámetros que posiblemente reflejen la situación de dicho país.

- La economía china del modelo no puede influir en la tasa de interés externa a corto plazo a la que obtiene préstamos, pero puede influir en los precios de sus productos industriales en el mercado mundial.

- La producción exige dos tipos de capital: interno y externo. Este último puede adquirirse en los mercados mundiales a una tasa fija. El capital interno puede generarse únicamente mediante el ahorro interno.

- El modelo se centra en el sector industrial urbano. No obstante, el sector rural tiene un superávit sustancial de trabajadores dispuestos a trasladarse al sector urbano cuando el salario urbano supera al del sector rural. La velocidad de la migración depende del grado de movilidad de la mano de obra.

Estas dos últimas características impulsan el modelo. Por ejemplo, si existe una acumulación de capital interno, se incrementarán los rendimientos de la mano de obra y el capital extranjero, lo que aumentará la migración, el empleo y la inversión extranjera. Como la disponibilidad de capital externo es ilimitada y la reserva de mano de obra rural es grande, el factor que escasea es el capital interno; este genera importantes rendimientos y altas tasas de ahorro.

Varios experimentos (shocks de productividad, demanda externa y tasas de interés) ilustran la mecánica del modelo. Como la mano de obra es móvil, el sustancial exceso de trabajadores del sector rural reduce la varianza de los salarios y del tipo de cambio real. Es más probable que la consecuencia de un crecimiento de la demanda externa sea un aumento del empleo, la inversión extranjera y las tasas de ahorro (en respuesta a un mayor rendimiento del capital interno escaso) que un aumento de los salarios y del tipo de cambio real. Por lo tanto, el modelo parece detectar las características esenciales de la evolución reciente de China: altas tasas de ahorro junto con un importante volumen de IED y salarios bajos muy competitivos. Además, estas características se desprenden de un modelo “real” (sin margen para influir en el tipo de cambio nominal). Sin embargo, el modelo es limitado: no explica la evolución de otros elementos, como la acumulación masiva de reservas externas, que podrían ser indicadores de desequilibrio.

El modelo también muestra el impacto de la actual turbulencia mundial en la economía china. Una consideración

China: Datos principales

El crecimiento, el ahorro, la inversión y la inversión extranjera se mantienen en un nivel alto.

- El crecimiento fue en promedio del 9,6% en la década hasta 2007, pero se mantendrá en una tasa más baja en la crisis actual.
- La tasa de ahorro nacional se situó en el 54% en 2007, frente al promedio del 33% de una muestra de otras economías emergentes (aún muy por encima de la tasa de las economías avanzadas).
- El coeficiente de inversión en 2007 fue del 43%, frente al 29% en promedio en otras economías emergentes, y es muy inferior al de las economías avanzadas.
- La inversión extranjera directa neta se ha incrementado de menos de US\$3.000 millones en 1990 a más de US\$120.000 millones en 2007.

Los salarios en el sector manufacturero son muy bajos en comparación con otros países, pero muy altos en relación con los de la economía rural.

- Según los datos correspondientes a 2002, los salarios en el sector manufacturero se mantenían al 3% de los niveles de Estados Unidos, en comparación con el 33% en otras economías asiáticas emergentes.

- En 2007, el ingreso per cápita de los hogares de las zonas rurales representaba un 30% del de las zonas urbanas.

El gran ejército de trabajadores rurales impulsa la migración interna.

- Según las estimaciones, el sector agrícola cuenta con un superávit de 200 millones de trabajadores (véase Banister, 2005).
- La migración interna está impulsada por un amplio superávit de trabajadores de la economía rural y por las notables diferencias salariales entre los trabajadores urbanos y rurales.

esencial en este caso es la caracterización numérica del mercado laboral como muy elástico, lo que —junto con la dependencia de la economía de la producción industrial para la exportación— impone la mayor parte del ajuste a un shock de la demanda externa sobre el empleo industrial. Una caída de la demanda externa de bienes chinos ejerce presión a la baja sobre los términos de intercambio, obliga a las empresas chinas a reducir los precios, disminuye los beneficios y rebaja los salarios industriales. Y lo que es más importante: en una economía que ha experimentado un marcado movimiento tendencial de la mano de obra hacia el sector industrial en los últimos años, esta caída también reduce fuertemente el empleo en el sector manufacturero, lo que obliga a los trabajadores a volver a la economía agraria. El imperativo de política para el gobierno tal vez sea evitar esta desindustrialización de la mano de obra.

Dado que el modelo es neoclásico y no keynesiano, no se presta a un análisis de política a corto plazo. Concretamente, una evaluación de la respuesta de política a una caída keynesiana de la demanda resulta en cierta medida especulativa. No obstante, los resultados parecen indicar que ha llegado el momento de que las autoridades chinas estimulen la demanda interna y reduzcan la dependencia de la economía de la demanda externa. La aplicación de políticas orientadas a impulsar la demanda interna —como las de estímulo fiscal— tal vez sea la única forma de frenar las pérdidas de empleo en el sector manufacturero.

Conclusiones de política económica

El modelo muestra que un país con las particularidades de China puede mantener durante un período considerable una situación caracterizada por salarios muy bajos en la industria, altos rendimientos del capital interno y un rápido crecimiento impulsado por las exportaciones. Pero la situación puede volverse peligrosa si las características fundamentales cambian y las autoridades —ya sea por pura inercia o alentadas por los grupos de interés en el país— no se adaptan al nuevo escenario. Aferrarse a una estrategia de salarios bajos (con un tipo de cambio real inadecuado) ante un desequilibrio incipiente, como en el caso de presiones sobre los precios y

salarios, resulta peligroso. Se corre el riesgo de que la inflación y las expectativas de inflación aumenten de forma que sea muy costoso invertir su tendencia, y que la economía se vuelva excesivamente vulnerable a la evolución adversa de la demanda externa.

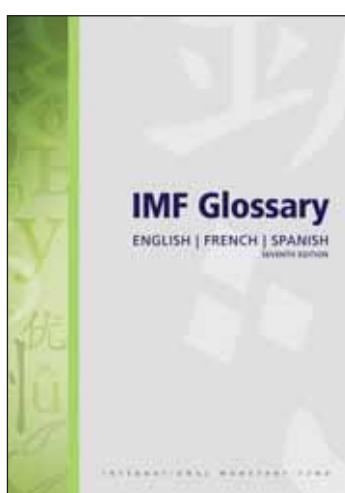
Los resultados parecen indicar que ha llegado el momento de que las autoridades chinas estimulen la demanda interna y reduzcan la dependencia de la economía de la demanda externa.

En las circunstancias actuales en que la demanda externa se ha reducido considerablemente, la única forma de mantener el crecimiento y el empleo en China tal vez sea la aplicación de políticas para estimular la demanda interna. Además, un fuerte estímulo de la demanda en China sería una estrategia de “buen vecino”, ya que contribuiría a impulsar la demanda mundial y a resolver la actual crisis mundial. ■

Leslie Lipschitz es Director del Instituto del FMI, Céline Rochon es profesora en la Escuela de Negocios Said de la Universidad de Oxford y Geneviève Verdier es economista del Instituto del FMI.

Referencias:

- Banister, Judith, 2005, “Manufacturing Employment and Compensation in China” (Beijing: Javelin Investment Consulting Company).
Goldstein, Morris, y Nicholas Lardy, 2005, “China’s Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity”, Working Paper 05-2 (Washington: Peterson Institute for International Economics).
Lipschitz, Leslie, Céline Rochon y Geneviève Verdier, 2008, “A Real Model of Transitional Growth and Competitiveness in China”, IMF Working Paper 08/99 (Washington: Fondo Monetario Internacional).



IMF Glossary: English–French–Spanish, 7th edition

Servicios Lingüísticos del Fondo Monetario Internacional

La séptima edición del Glosario del FMI: inglés-francés-español contiene más de 4.000 entradas consideradas de máxima utilidad para los traductores que trabajan con documentos y textos del FMI. El cuerpo principal de este glosario se compone de términos, unidades fraseológicas y nombres de cargos institucionales que se utilizan con frecuencia en los campos de macroeconomía, moneda y banca, finanzas públicas, tributación, balanza de pagos, estadísticas, contabilidad y desarrollo económico. Los apéndices contienen una lista de las unidades monetarias de los países, organigramas, e índices en francés y español.

US\$49. 2007. 507 págs. Rústica.
ISBN 978-1-58906-645-8. Stock# GLOEA2007001

Obtenga información detallada o ejemplares de esta publicación en www.publications@imf.org.

Pasos cortos

Desarrollar el mercado financiero de una economía pequeña es una tarea delicada que requiere una dosis de realismo

Mark Stone y Seiichi Shimizu

EN TEORÍA, los mercados financieros de las economías más pequeñas pueden reportar importantes beneficios, entre otros: una política monetaria y fiscal más eficaz, una mayor transferencia del riesgo, más financiamiento para las empresas y una mejor integración en la economía mundial. Sin embargo, los fundamentos analíticos necesarios para poder desarrollar estos mercados financieros son escasos y hasta ahora la investigación se ha centrado en el desarrollo de los mercados financieros de las economías avanzadas o emergentes. Además, las políticas que se precisan para desarrollar los mercados financieros de los países más pequeños tienden a depender más de las características nacionales, porque sus economías difieren considerablemente las unas de las otras (véase el recuadro).

A continuación se examina esta insuficiencia analítica y se proponen medidas para desarrollar mercados “esenciales” en las economías pequeñas: los mercados cambiarios, monetarios, bursátiles y de títulos públicos. Estos mercados son esenciales porque brindan servicios financieros clave. Más adelante, se analiza una secuencia de medidas que podrían adoptar los países pequeños, pero reconociendo que no hay una solución única aplicable en todos.

Mercados poco desarrollados

Los mercados financieros de las economías pequeñas son, en general, de menor tamaño y brindan una gama de servicios más limitada que en las economías más grandes. El volumen de operaciones en sus mercados cambiarios es mucho más reducido que en los países de mercados emergentes, y ni siquiera en el 50% se realizan operaciones a término (en que se adquieren o se venden monedas a plazo, a un tipo de cambio preestablecido). El mercado monetario se caracteriza por su escasa actividad, y predominan las operaciones interbancarias en efectivo de un día para el otro. Solo un 25% de estos países tienen mercados secundarios de títulos públicos suficientemente desarrollados como para atraer instituciones extranjeras. Solo un 40% cuentan con una bolsa de valores, y el volumen de operaciones es tan bajo que el efecto económico resulta mínimo. La integración regional ha obtenido resultados desiguales en la profundización de estos mercados. Hay algunos ejemplos positivos, y algunas economías pequeñas (Croacia y Jordania) cuentan con mercados relativamente desarrollados que reportan beneficios considerables.

¿A qué se debe el subdesarrollo de los mercados financieros de las economías pequeñas? Muchas confrontan obstáculos



Tablero de cotizaciones de la bolsa de valores de Mbabane, Swazilandia.

intrínsecos que, en gran parte, están fuera del control de las autoridades económicas. Los bancos son la clave del desarrollo de los mercados, dado que se trata de los principales protagonistas en la mayoría de los mercados financieros. Pero en la mayoría de los países pequeños la banca es de tamaño reducido y los bancos no compiten entre sí; hay una mediana de seis bancos, y el número de los que predominan en el sector es aun menos. Si la economía real no está diversificada, las oportunidades para transferir riesgos también resultan limitadas y, como la economía es pequeña, una infraestructura y una normativa modernas pueden ser ineficaces. El bajo número de empresas y su reducido tamaño constituyen otros obstáculos inherentes.

La aplicación de medidas de política puede ayudar a superar algunos de estos problemas. Para hacer frente a una excesiva liquidez en el sector bancario —que lleva a que todos los bancos quieran ser “vendedores” en los mercados monetarios— o a la dolarización —que reduce el número de transacciones financieras en moneda nacional—, habrá que implementar medidas de política a más largo plazo. A mediano plazo, pueden corregirse limitaciones institucionales, como un bajo número de protagonistas financieros, o deficiencias en la divulgación de la información financiera. Por último, el desarrollo de los mercados puede verse obstaculizado por rigideces de política que las autoridades controlan directamente, y por la falta de voluntad política o por los intereses de quienes no se beneficiarían del desarrollo del mercado.

¿Cuáles son las economías más pequeñas?

Las economías más pequeñas corresponden a países cuyo PIB y PIB per cápita son inferiores a un umbral considerado como límite para el desarrollo de sus mercados financieros. Del análisis de datos sobre estos mercados, se desprende que la mayoría de los países con un PIB inferior a US\$40.000 millones y un PIB per cápita menor a US\$10.000 no tienen mercados financieros o, si los tienen, son relativamente subdesarrollados.

Las economías pequeñas representan un 2% del PIB mundial: su población, en conjunto, asciende a 960 millones de habitantes, un 15% de la población mundial. Engloban a una amplia gama de países: algunos cuentan con mercados desarrollados y son países de mercados emergentes o podrían llegar a serlo. En el otro extremo, 36 de las economías más pequeñas tienen menos de un millón de habitantes, lo cual indica que será más difícil lograr economías de escala.

¿Qué funciona y qué no?

¿Qué ganan las economías pequeñas con promover el desarrollo del sector financiero? La experiencia de países individuales, los estudios comparativos y la labor que han realizado el FMI y otros organismos son muy ilustrativos.

A medida que los mercados se profundizan, el desarrollo del *mercado cambiario* es impulsado por los agentes del mercado más que por el banco central y el gobierno. Al comienzo, el gobierno levanta obstáculos como los requisitos de cesión de divisas y los controles sobre el capital (Uganda). En el siguiente paso, el banco central reorienta su función de limitar el mercado y empieza a respaldarlo (ex República Yugoslava de Macedonia). Para ello, se debe reducir su control directo sobre los flujos del mercado; debe crearse un mecanismo de negociación favorable a la economía de mercado; la función de creación de mercado debe delegarse exclusivamente en esas fuerzas, y las operaciones cambiarias deben realizarse en las condiciones resultantes. En la última fase, el desarrollo es impulsado por el mercado y el papel de las autoridades se limita principalmente a ofrecer respaldo prudencial (Serbia).

El desarrollo de los *mercados monetarios y de títulos públicos* debe estar integrado porque en ambos la banca ejerce un papel central, y ambos se sustentan en la misma infraestructura y desempeñan una función conjunta en las políticas y operaciones monetarias y fiscales. Las políticas de desarrollo inicial de estos mercados suelen centrarse en los depósitos interbancarios y tienden a plasmarse en medidas estatales para suprimir obstáculos y desarrollar el sistema bancario (Botswana). Una vez que los valores empiecen a negociarse regularmente, el banco central —en colaboración con las autoridades y los participantes del mercado— puede acelerar el desarrollo realizando operaciones monetarias que respaldan el mercado (Túnez), como los acuerdos de recompra (repos), u ofreciendo financiamiento en condiciones de mercado, como por ejemplo mediante la subasta de letras del Tesoro (Serbia). Los propios agentes del mercado son los que lideran la creación de mercados formales y desarrollados, y las entidades estatales colaboran para garantizar la estabilidad sistémica.

Los *mercados bursátiles* difieren de los demás mercados financieros esenciales en el sentido de que sus protagonistas ejercen una mayor función de liderazgo y las políticas estatales son más amplias. En las economías pequeñas sin una bolsa de valores activa, el principal reto es crear nuevas fuentes de financiamiento empresarial. A medida que los mercados empiecen a funcionar regularmente, las políticas deben centrarse en las instituciones y en el gobierno de las sociedades (Croacia, Mauricio y Kenia). Por último, la tarea de desarrollar un mercado secundario activo y profundo también recae sobre los agentes del mercado, mientras que las entidades públicas se ocupan de mejorar el suministro de información y fomentar la estabilidad del mercado (Jamaica, Jordania y Sri Lanka).

Aunque la *integración regional* puede ayudar a superar los obstáculos para el desarrollo de los mercados al reducir las deseconomías de escala, la experiencia acumulada hasta la fecha ha sido desigual. Las condiciones generales de una integración eficaz parecen residir en vínculos económicos y políticos regionales, sectores bancarios desarrollados e integrados,

la existencia de mercados locales y el respaldo político para contrarrestar los intereses creados. Por lo general, la integración debe complementar a los mercados locales, no reemplazarlos. La mayor parte de los casos exitosos han sido impulsados por el mercado con la participación de los mercados bursátiles (Estados bálticos). Si los intereses de los agentes del mercado están en conflicto con la integración, la intervención estatal puede resultar eficaz. La adhesión a un mercado regional que ya ha realizado las economías de escala puede ser preferible a la integración con pequeños mercados.

¿Cuáles son las enseñanzas?

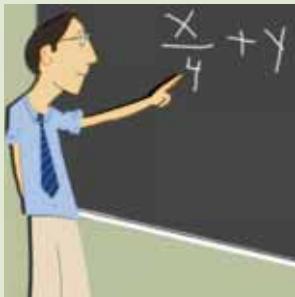
La enseñanza básica es que las políticas para desarrollar los mercados deben ser realistas y ajustarse a las circunstancias de las economías más pequeñas. Primero, un mercado más activo tiene que ser una opción viable: debe poder contarse continuamente con suficientes actores en ambos lados del mercado. Segundo, los beneficios de desarrollar el mercado a largo plazo deben superar los costos para el sector público. En muchas economías pequeñas, el costo de oportunidad de destinar escasos recursos estatales financieros y humanos al desarrollo de los mercados puede ser elevado. Por último, las políticas deben tener plenamente en cuenta las repercusiones sobre la estabilidad financiera sistémica.

¿Qué opciones existen si las posibilidades de desarrollo son limitadas o riesgosas? La falta de mercados desarrollados puede compensarse aprovechando la capacidad del sector bancario. Por ejemplo, para ayudar a las sociedades a administrar la liquidez, los bancos pueden ofrecer instrumentos monetarios y cambiarios. Una política estatal que fomente el crédito bancario en condiciones de mercado puede contrarrestar un insuficiente financiamiento mediante emisión de acciones. Asimismo, las políticas estatales pueden incentivar a las empresas a recurrir a personas adineradas o inversionistas especializados como fuentes alternativas de financiamiento.

¿Debe replantearse la función de los mercados financieros en las economías pequeñas a la luz de las perturbaciones financieras actuales? Hasta la fecha, las tensiones del mercado internacional transmitidas a las economías más pequeñas a través de los vínculos financieros parecen haber tenido un efecto moderado, en gran parte por los relativamente reducidos flujos de capital privado de esos países. Además, las instituciones financieras de dichas economías no adquirieron los activos tóxicos que contribuyeron a las perturbaciones en las economías avanzadas y muchas de las emergentes. Por lo tanto, los problemas actuales en estas dos últimas no parecen restar validez a los argumentos generales en favor del desarrollo de los mercados de las economías más pequeñas. Probablemente lo mejor sea que sigan adelante sin perder de vista lo fundamental y que aprovechen al máximo las posibilidades de sus propios mercados. ■

Mark Stone es Subjefe de División y Seiichi Shimizu es Economista Principal del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Este artículo se basa en el informe Developing Essential Financial Markets in Smaller Economies: Stylized Facts and Policy Options, IMF Occasional Paper 265 (Washington, 2009).



¿Qué es una recesión?

Stijn Claessens y M. Ayhan Kose

POR más de un año, apenas hemos pasado un día sin escuchar las pésimas noticias sobre la economía en Estados Unidos, Europa o Japón. El desempleo ha ido aumentando, las utilidades de las empresas se han ido reduciendo y los mercados financieros y el sector de la vivienda se han ido cuesta abajo. Si hay una sola palabra para describir esto, esa palabra es “recesión”.

La actual crisis financiera ha venido acompañada de una recesión en muchos países. En las economías avanzadas ha habido varias recesiones sincronizadas en las últimas cuatro décadas: a mediados de los años setenta y a comienzos de los ochenta, los noventa y la década actual. Puesto que Estados Unidos es la principal economía del mundo y tiene fuertes vínculos comerciales y financieros con muchas otras economías, estas recesiones generalmente coinciden con las de ese país.

En Estados Unidos, las recesiones han sido cada vez más suaves, pero la recesión actual probablemente tendrá una tónica distinta. Se arrastra desde hace 16 meses —con una acusada reducción de la inversión y del consumo— y podría ser una de las más prolongadas y profundas desde la Gran Depresión.

A qué se llama recesión

No existe una definición oficial de “recesión”, aunque en general se reconoce que la palabra describe un período de contracción de la actividad económica. La mayoría de los analistas considera que dos trimestres consecutivos de contracción del PIB real (ajustado por inflación) —el valor de todos los bienes y servicios que produce un país— es una recesión (véase “Vuelta a lo esencial” en la edición de diciembre de 2008 de *F&D*). Si bien esta definición resulta útil, tiene ciertas desventajas. Una definición centrada exclusivamente en el PIB es limitada, y en muchos casos conviene considerar un conjunto más amplio de indicadores de la actividad económica para determinar si un país está en recesión. El uso de otros indicadores ofrece una visión más oportuna del estado de la economía.

La Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER, por sus siglas en inglés), organismo privado que mantiene una

cronología de las recesiones en Estados Unidos, utiliza una definición más amplia con varios indicadores de la actividad para determinar la fecha de las recesiones. Según el Comité de Investigación del Ciclo Económico de la NBER, la recesión es “*una contracción apreciable de la actividad en toda la economía, que dura más de unos pocos meses, y que generalmente afecta la producción, el empleo, el ingreso real y otros indicadores. La recesión se inicia cuando la economía alcanza su punto máximo de actividad y termina cuando llega a su nivel más bajo*”. De conformidad con esta definición, el Comité fija su atención en un conjunto amplio de indicadores —incluidos el PIB, el empleo, el ingreso, las ventas y la producción industrial— para analizar las tendencias en la actividad económica.

Si bien una economía puede dar señales de debilitamiento meses antes de iniciarse una recesión, en muchos casos toma tiempo determinar si se trata o no de una recesión. Por ejemplo, el Comité de la NBER demoró un año en anunciar que la actual recesión en Estados Unidos se inició en diciembre de 2007. Esto se explica porque primero debe establecerse la existencia de una contracción global de la actividad durante un período prolongado, tras compilarse y analizar numerosas variables, que a menudo deben revisarse tras el anuncio oficial. Además, los distintos indicadores pueden contradecirse entre sí, lo cual hace difícil determinar si la contracción afecta a todos los sectores de la economía.

¿Por qué se producen recesiones?

Las recesiones ocurren por diversos motivos, algunos relacionados con la fluctuación pronunciada del precio de los insumos usados para producir bienes y servicios. Por ejemplo, un aumento fuerte de los precios del petróleo puede actuar como precursor de una recesión. El mayor costo de la energía empuja al alza el nivel global de precios y causa una reducción de la demanda agregada. La recesión puede deberse también a la aplicación de políticas fiscales o monetarias contraccionistas para reducir la inflación. Empleadas en exceso, estas políticas pueden reducir la demanda de bienes y servicios, y ulteriormente causar una recesión.

Ciertas recesiones, incluida la actual, tienen su raíz en el mercado financiero. En muchos casos, un incremento fuerte del precio de los activos y una expansión acelerada del crédito coinciden con una rápida acumulación de deuda. En este caso, las empresas y los hogares —que tienen obligaciones excesivas— reducen la inversión y el consumo, lo cual contrae la actividad económica. Los auges del crédito no siempre culminan en una recesión, pero si esto sucede, las recesiones consecuentes suelen ser más costosas. La recesión puede deberse a una menor demanda externa, especialmente en países con un fuerte sector exportador. Los efectos de la recesión en países importantes como Alemania, Estados Unidos y Japón se transmiten rápidamente a sus socios comerciales regionales, sobre todo durante una recesión mundial sincronizada.

Puesto que las recesiones tienen muchas causas posibles, es difícil predecirlas. Se han documentado las características de numerosas variables económicas en una recesión, como el volumen de crédito, el precio de los activos o la tasa de desempleo. No obstante, si bien esas variables pueden ser causa, también pueden ser resultado de la recesión, o —en la jerga económica— un factor endógeno de esta. Los economistas utilizan un amplio conjunto de variables para predecir la futura actividad económica, pero ninguna permite determinar con certeza si ocurrirá una recesión. Los cambios en algunas variables —por ejemplo, precios de activos, tasa de desempleo, tasas de interés, confianza de los consumidores— parecen resultar útiles, pero los economistas no han podido predecir con certeza un número importante de recesiones, y mucho menos su duración y alcance (véase “Bajo la lupa” en la edición de septiembre de 2008 de *F&D*).

Infrecuentes pero costosas

Entre 1960 y 2007 hubo 122 recesiones completas en 21 economías avanzadas. Si bien esa cifra parece elevada, las recesiones no se producen con frecuencia. En general, la

proporción del tiempo en recesión —medida por el porcentaje de trimestres en recesión durante el período total de la muestra— fue de alrededor del 10%. Si bien todas las recesiones son distintas, muchas veces tienen características comunes:

- Generalmente duran alrededor de un año y comportan una pérdida apreciable del producto. Normalmente, la contracción del PIB es del 2% (véase el gráfico). Cuando son profundas, la pérdida de producto generalmente es cercana al 5%.
- La disminución del consumo es a menudo mínima, aunque la caída de la producción industrial y la inversión es mucho mayor que la del PIB.
- Suelen coincidir con una merma del comercio internacional, pues las exportaciones y, en particular, las importaciones se contraen marcadamente durante la desaceleración.
- La tasa de desempleo casi siempre aumenta bruscamente y la inflación se reduce un poco al disminuir la demanda global de bienes y servicios. La vivienda y el capital accionario pierden valor y generalmente surgen perturbaciones en los mercados financieros.

¿Una depresión?

Estados Unidos atravesía su octava recesión desde 1960. A partir de ese año, las recesiones generalmente han durado alrededor de 11 meses. Las más largas (1973 y 1981) se extendieron 16 meses y la más breve (1980), ocho. En promedio, la pérdida de producto fue del 1,7%, aunque durante la recesión más fuerte (1973) fue algo superior al 3%. Si bien la inversión y la producción industrial disminuyeron en todos los casos, el consumo solo bajó en tres ocasiones.

¿En qué medida es comparable la recesión actual con una depresión y, en particular, con la Gran Depresión de los años treinta? No existe una definición oficial de “depresión”, pero la mayoría de los analistas considera que se trata de una recesión extremadamente profunda con una contracción del PIB mayor al 10%. Solo se han registrado unos pocos casos de depresión en las economías avanzadas desde 1960. El más reciente tuvo lugar a comienzos de los años noventa en Finlandia, donde el PIB se redujo en alrededor del 14%. Esta situación coincidió con la desintegración de la Unión Soviética, que era un importante socio comercial de aquel país. Durante la Gran Depresión, la economía estadounidense se contrajo en alrededor del 30% en cuatro años. Si bien la actual recesión es indudablemente grave, hasta ahora la pérdida de producto ha sido muy inferior a esos valores. ■

Stijn Claessens es Director Adjunto y M. Ayhan Kose es Economista Principal del Departamento de Estudios del FMI.

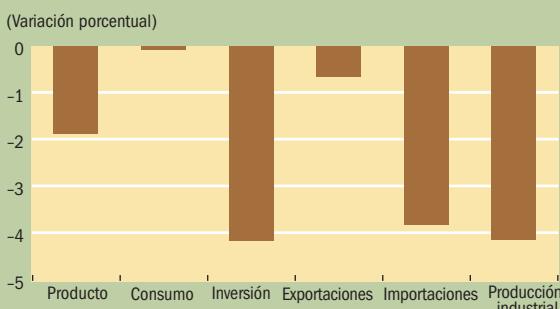
Sugerencias bibliográficas:

Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco Terrones, 2008, “What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?”, IMF Working Paper 08/274 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

_____, de próxima publicación, “American Recessions: Domestic and Global Implications”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Las recesiones tienen un alto costo

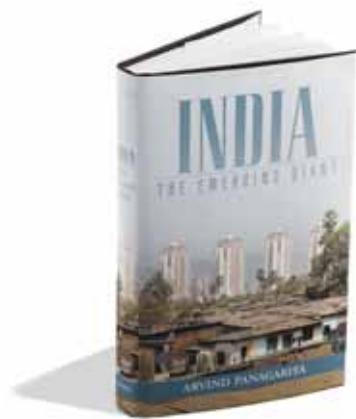
Se caracterizan por un fuerte descenso del producto (PIB real), la inversión, las importaciones y la producción industrial, pero la caída del consumo no es tan marcada¹.



Fuente: Claessens, Kose y Terrones (2008).

¹Promedio de 122 recesiones en 21 economías avanzadas entre 1960 y 2007.

Acabar con el mito



Arvind Panagariya

India: The Emerging Giant

Oxford University Press, Oxford y Nueva York, 2008, 545 págs., US\$39,95 (tela).

Arvind Panagariya probablemente haya escrito el libro más completo, actualizado y accesible sobre la economía india. El autor, destacado economista especialista en comercio internacional, establece toda una estructura analítica, pero al mismo tiempo incluye un gran número de detalles útiles sobre la situación actual. Abarca una amplia variedad de temas, pero vincula cada elemento en un todo coherente. Es una extraordinaria obra de economía aplicada, y también toma en cuenta la economía política de India. Sus conclusiones de política son agudas y contundentes: Panagariya no vacila en atacar las fallas de la economía india y, para ello, utiliza sólidos argumentos analíticos y datos detallados. Por último, aunque el libro se escribió antes de la actual crisis económica mundial, sus conclusiones fundamentales siguen siendo tan válidas como antes de la crisis.

Esta década dorada de la economía mundial (que acabó en 2007-08) ha avivado el frenesí por India y al mismo tiempo ha contribuido a un diagnóstico erróneo del reciente desempeño aparentemente exitoso de la economía de este país. Los entusiastas pintan un panorama económico excesivamente brillante, lo que tiene poco que ver con la realidad.

La editora de Críticas de libros es Archana Kumar.

Un aspecto de esta exagerada efervescencia que ha recibido cierto grado de respetabilidad académica entre algunos profesores de escuelas de negocios y economistas académicos es la tesis de que India está forjando con éxito su propio camino hacia el desarrollo, a diferencia del desarrollo tradicional, basado en la ventaja comparativa, de China y otras economías asiáticas industrializadas. En su versión más extrema, este argumento sostiene que los motores del crecimiento de India son el sector de servicios de alto nivel y —actualmente— el sector manufacturero, con sus empresas globalizadas que compiten a escala mundial. Dani Rodrik y Arvind Subramanian van más allá: atribuyen a las anteriores políticas dirigistas el mérito de haber establecido los fundamentos del reciente éxito económico y restan importancia al papel de las reformas de mercado aplicadas a partir de 1991.

Panagariya ataca de frente estos argumentos. Hace hincapié en las desastrosas políticas económicas de Indira Ghandi (entre mediados de los años sesenta y principios de los ochenta), que volvieron la espalda a la ventaja comparativa de India en actividades con un uso intensivo de mano de obra y establecieron regulaciones destructivas que aún son difíciles de eliminar (sobre todo en los mercados laborales). Además, reconoce el papel eficaz que desempeñaron las reformas orientadas al mercado, no solo las aplicadas en 1991-93 y 1998-2004, sino también a finales de los años ochenta.

Vacíos en la reforma

En el libro se celebran los aclamados éxitos en servicios basados en la tecnología de la información y los nichos del sector manufacturero. Pero estos son solo una gota de agua de mano de obra de salarios altos y uso intensivo de capital en un océano de abundante mano de obra no calificada de salarios bajos. El crecimiento de India debería beneficiarse de la mano de obra abundante, pero no ocurre así. La agricultura se ha estancado debido no solo a las barreras proteccionistas externas sino también a las drásticas restricciones nacionales que fragmentan el mercado interno. Los sectores de servicios no transables —con un enorme potencial de

generación de empleo— también se ven obstaculizados por las restricciones internas, mientras que los sectores de servicios centrales (como la banca, los seguros y el comercio minorista) resultan afectados por las barreras externas. Además, se observa claramente un vacío en el desarrollo del sector manufacturero, ya que existen todo tipo de políticas que entorpecen la producción industrial con un uso intensivo de mano de obra. Panagariya está convencido de que India necesita su propia revolución industrial para salir de la pobreza. Eso significa dar empleo (inicialmente) de salario bajo a los pobres de las zonas rurales en las empresas de producción manufacturera en masa. Asia oriental lo ha hecho, pero India no.

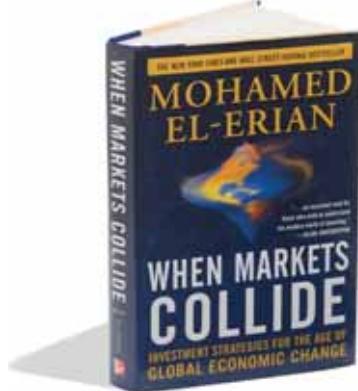
No obstante, Panagariya es optimista con respecto a India como “gigante emergente”. Cree que las reformas avanzarán, y que se ampliarán e intensificarán, y que el desempeño económico del país se aproximará a su potencial, lo que redundará en beneficio de un grupo más amplio de la población.

No comparto totalmente su optimismo por tres razones. Primero, el final de la época dorada de la economía mundial ha puesto de manifiesto los déficits en la reforma y los precarios fundamentos del crecimiento. Segundo, India está pagando el precio de tener un gobierno que desde 2004 no ha implementado ninguna reforma. Tercero —y la más importante— no se ha llevado a cabo la reforma del Estado, dirigido por una élite burocrática y política. De hecho, las instituciones estatales han empeorado a nivel nacional y estatal. Según el ex Ministro Arun Shourie, uno de los principales analistas de India, la carrera hacia atrás de un Estado “carcomido por las termitas” no es compatible con la carrera hacia adelante liderada por profesionales del sector privado en las zonas urbanas; la primera retrasará el avance de esta última, lo que aún está por verse. De todas maneras, no se puede seguir eludiendo la reforma del propio Estado. Políticamente, esto será lo más difícil de lograr.

Razeen Sally

Director del Centro Europeo de Economía Política Internacional, Bruselas

Cómo llegamos aquí



Mohamed El-Erian

When Markets Collide

Investment Strategies for the Age of Global Economic Change

McGraw-Hill, Nueva York, 2008, 304 págs., US\$27,95 (tela).

Este libro oportuno, ameno e informativo contiene un análisis multifacético de la transformación estructural de la economía mundial y los mercados financieros, y un plan de acción para los participantes del mercado y los gobiernos. En el enfoque se refleja la amplia experiencia del autor, Copresidente de PIMCO —compañía que gestiona el principal fondo de bonos del mundo—, que fue Presidente de Harvard Management Company y alto funcionario del FMI.

En la primera parte del libro se resumen elegantemente las anomalías e interrogantes, y se pasa revista a los síntomas de la transformación, incluido el famoso enigma de las tasas de interés: los bajos niveles de las tasas de interés a largo plazo en Estados Unidos, incluso al aplicar una política monetaria más restrictiva. Se analizan las causas fundamentales de estos síntomas: el drástico cambio en la magnitud y los canales de interacción entre los países industriales y los de mercados emergentes, y la enorme expansión de las operaciones de los mercados financieros. A su vez, estas influyen considerablemente en cómo debemos evaluar la evolución de los mercados, las decisiones de inversión y las respuestas de política económica.

El-Erian sostiene de manera convincente que no debemos hacer caso omiso de las anomalías y la información que contienen, porque ponen de relieve los cambios subyacentes en las estructuras de riesgos y rendimientos. El libro incluye un marco sistemático para reconocer y comprender las anomalías y los puntos de inflexión, y explica por qué es difícil buscar señales dentro del ruido. El autor se basa en la ciencia del comportamiento y la neurociencia para explicar nuestra incapacidad general para internalizar los acontecimientos extraños, a pesar de su impacto extremo. Este análisis ilustra bien la base de la máxima keynesiana de que “la dificultad radica no tanto en desarrollar nuevas ideas sino en escapar de las viejas”. En el libro se presentan varios pasos específicos para distinguir la señal del ruido.

El-Erian utiliza este marco a fin de examinar la realineación general del sistema mundial: no basta con estudiar la evolución de las principales economías industriales; el papel de los mercados emergentes también es esencial. Además, los fundamentos económicos se ven afectados por flujos transfronterizos de capital sin precedentes, y la proliferación de nuevos productos e instrumentos, nuevos participantes en los mercados financieros y nuevos fondos de capital, como los fondos soberanos de inversión. En resumen, existe una mayor diversidad de fuentes de actividad mundial y de fondos invertibles. El autor ilustra los cambios actuales y futuros de los motores de las principales variables, como el crecimiento, el comercio, la formación de precios y los flujos de capital que afectarán a las estrategias adoptadas por los participantes en el mercado.

Disciplinar a los inversionistas

El autor considera cómo deberían posicionarse los participantes en el mercado para beneficiarse de los auges y manejar las caídas de la actividad, y cómo diseñar un plan de asignación de activos que sea coherente con la realidad a largo plazo, pero que también ofrezca protección de la cartera. Sostiene que los inversionistas deben asumir mayor responsabilidad que antes por la gestión del riesgo y examina la necesidad de

monitorear con frecuencia la sensibilidad de una cartera a los principales factores de riesgo del mercado.

Con respecto a la política económica, El-Erian señala que las transformaciones debilitan la eficacia de las estrategias e instrumentos tradicionales y socavan el contenido informativo de los indicadores tradicionales, lo que pone de relieve la necesidad de cambiar estas estrategias. El autor presenta un plan de acción concreto para las instituciones multilaterales, como el FMI, que reforzaría su papel de forma sostenible.

Dada la transformación en marcha y en virtud de las incertidumbres que “alteran de formas impensables las configuraciones de los riesgos y rendimientos”, en estas páginas se proporciona un marco analítico potente para definir un plan que permita avanzar en la difícil situación actual. La prueba está en que el libro se publicó a principios de 2008 y todas sus predicciones se han cumplido. El autor advirtió del peligro de aumentar el riesgo con un apalancamiento y una desregulación sin precedentes, lo que a su vez se tradujo en una carrera por obtener altos rendimientos, y el riesgo de graves accidentes y dislocaciones del mercado como consecuencia del comportamiento insostenible de los intermedianos e inversionistas. La velocidad con la que se ha extendido y acentuado la crisis, en particular desde la quiebra de Lehman, demuestra las interrelaciones aquí analizadas, así como también permite advertir que la intensidad de la recesión mundial dependerá del grado de estabilización a corto plazo de los sectores bancarios y los mercados financieros. En el libro también se anticiparon claramente las limitaciones de los gobiernos en este entorno y la influencia combinada de los posibles errores de política.

En resumen, una publicación que todos deberíamos leer en estos momentos sin precedentes para comprender dónde estamos, cómo llegamos a esta situación y hacia dónde podríamos estar dirigiéndonos.

Manmohan S. Kumar
Director Adjunto del Departamento de Finanzas Públicas del FMI.



Deuda de América Latina

La reducción de los coeficientes de endeudamiento externo ayuda a la región a afrontar mejor la crisis mundial

EN ESTE último lustro la deuda externa ha crecido en muchos países, sobre todo en Europa, pero en América Latina ha disminuido notoriamente como porcentaje del PIB, según los datos del FMI y el Banco Mundial. La deuda externa, el monto adeudado a no residentes por los residentes de una economía, se redujo en 10 países de América Latina, en promedio, del 59% del PIB en 2003 al 32% en 2008.

Pero esto no la inmuniza contra la crisis actual y, al igual que otras regiones, el continente afronta muchos desafíos. Pero en un clima de tensión financiera mundial, el hecho de haber reducido sus coeficientes de endeudamiento externo es un factor que mejora su capacidad para recuperarse de esta crisis.

Composición de la deuda externa. En Europa y Asia, gran parte de la deuda externa es adeudada por los bancos. En 2008, la banca europea debía el 54% de los préstamos externos y la de Asia el 45%. En proporción, la deuda de la banca latinoamericana es relativamente pequeña (16%), aunque la proporción de las deudas externas de los gobiernos y de los sectores no bancarios privados y públicos son mayores que las de Europa y Asia.

La base de datos de la deuda externa

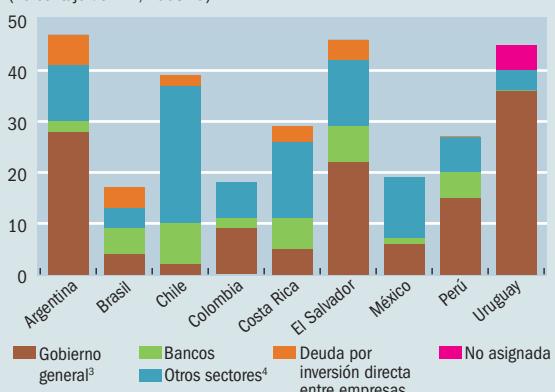
La mayoría de los datos proviene de la base de datos de las Estadísticas Trimestrales sobre la Deuda Externa (QEDS, por sus siglas en inglés) creada en 2004 (FMI y Banco Mundial) para los países suscritos a las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD). Hoy en día, la base de datos QEDS incluye desgloses sobre la deuda externa (por instrumento y vencimiento, entre otros desgloses) de 58 suscriptores de las NEDD. Se está trabajando para que las QEDS abarquen a los países del Sistema General de Divulgación de Datos (SGDD). Próximamente, 40 países del SGDD comenzarán a aportar datos a la base de datos QEDS, que puede consultarse en www.worldbank.org/qeds.

América Latina ha reducido su deuda externa del 59% del PIB en 2003 al 32% del PIB en 2008¹.

	Deuda total (Millones de dólares)	Deuda como porcentaje del PIB	
	Septiembre 2008	Septiembre 2008	Diciembre 2003
Argentina ²	155.842	46	127
Brasil	272.966	16	43
Chile	68.459	38	58
Colombia	45.525	18	48
Costa Rica	8.814	29	32
Ecuador	17.752	32	59
El Salvador	10.369	47	57
México	211.904	19	23
Perú	35.864	27	49
Uruguay	12.494	44	98

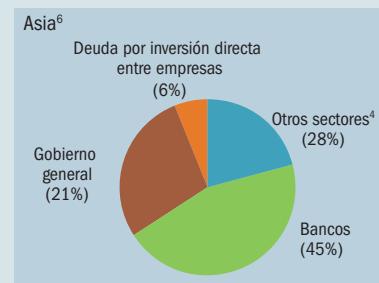
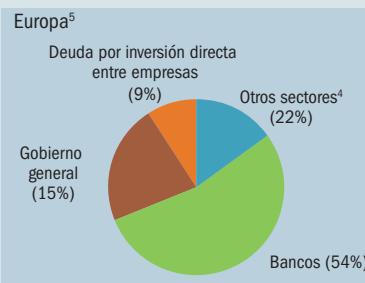
En América Latina, la mayor parte de la deuda corresponde al gobierno y a otros sectores no bancarios¹.

(Porcentaje del PIB, 2008:T3)



En Europa y Asia, la mayor parte de la deuda corresponde al sector bancario.

(Porcentaje del total de la deuda externa, 2008:T3)



Fuentes: Base de datos de las Estadísticas Trimestrales sobre la Deuda Externa; autoridades nacionales; FMI, *International Financial Statistics*, y FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

Nota: Las cifras del PIB de 2008 se basan en estimaciones de *Perspectivas de la economía mundial*.

¹Se refiere solo a los suscriptores de las NEDD de América Latina (no se dispone de los desgloses sectoriales de Ecuador).

²Incluye US\$27.900 millones de deuda no presentada para el canje durante la reestructuración de la deuda de Argentina en 2005.

³Incluye a las autoridades monetarias.

⁴Incluye empresas financieras no bancarias, empresas no financieras, hogares e instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares.

⁵Europa incluye 35 suscriptores de las NEDD.

⁶Asia incluye 10 suscriptores de las NEDD.

Preparado por Eduardo Valdivia-Velarde y Lily Seo del Departamento de Estadística del FMI.

Es fácil abonarse a *Finanzas & Desarrollo*

Si desea recibir con regularidad la edición impresa de *Finanzas & Desarrollo* en español, árabe, chino, francés o inglés, puede abonarse a la revista de diferentes formas:

En línea o en RSS:

Visítenos en www.imf.org/fandd

Por fax:

Envíe su pedido al (202) 623-7201

Por correo electrónico:

Escríbanos a: publications@imf.org

Por correo postal:

Escríbanos a:

International Monetary Fund
Publications Services
PO Box 2245 Williston, VT 05495-2245, EE.UU.
Teléfono: (202) 623-7430

El abono es gratuito para los lectores de los países en desarrollo. Los gastos de envío a los lectores de los países desarrollados son de US\$20.



Sírvase completar la siguiente información:

Deseo recibir <i>FD</i> en:	<input type="checkbox"/> Inglés	<input type="checkbox"/> Francés	<input type="checkbox"/> Español	<input type="checkbox"/> Árabe	<input type="checkbox"/> Chino
Nombre y apellido:	Dirección:				
Empresa o institución:					
	Ciudad:				
Teléfono:	Estado o provincia:				
Fax:	Código postal:				
Correo electrónico:	País:				

Sírvase completar los datos de su organización; seleccione una de estas opciones:

<input type="checkbox"/> Pública	<input type="checkbox"/> Internacional/No gubernamental		
<input type="checkbox"/> Educativa	<input type="checkbox"/> Docente	<input type="checkbox"/> Alumno	<input type="checkbox"/> Periodística
<input type="checkbox"/> Otra (describala)			

Modalidad de pago

 (únicamente para los lectores de países desarrollados)

- Adjunto el pago. Los cheques deben librarse a la orden de International Monetary Fund.
 Con cargo a tarjeta de crédito Visa/MasterCard/American Express

Número de tarjeta: _____ Vencimiento: ____ / ____

Firma: _____ Fecha: _____

Diligencia debida



PERSPECTIVA

La compleja dinámica causa-efecto, bajo la lupa

En los informes *Perspectivas de la economía mundial* y *Perspectivas económicas: Las Américas*, el FMI hace una evaluación exhaustiva de la situación económica regional e internacional del momento y esboza un panorama muy necesario de las tendencias a mediano plazo.

Consulte estos estudios en www.imf.org/external/spanish/index.htm

Abójese a estas publicaciones esenciales del FMI en www.imfbookstore.org/.

Utilice el código de promoción FD0903 al finalizar la compra.