



FINANZAS Y DESARROLLO

www.imf.org/fandd

Junio de 2010 US\$8,00

Asia marca el rumbo



Linda Yueh y el futuro de China

El-Erian y los fondos soberanos de inversión

Jang Hasung: El defensor coreano del gobierno corporativo

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

JEFA DE REDACCIÓN

Marina Primorac

REDACTORES PRINCIPALES

Camilla Andersen

Hyun-Sung Khang

James Rowe

Simon Willson

ASISTENTES EDITORIALES

Maureen Burke

Jacqueline Deslauriers

Natalie Ramirez-Djumen

DIRECTORA DE ARTES GRÁFICAS

Luisa Menjivar

DISEÑADORA GRÁFICA

Lai Oy Louie

AYUDANTES DE REDACCIÓN

Lijun Li

Niccole Braynen-Kimani

Harris Qureshi

ASESORES DE LA REDACCIÓN

Bas Bakker

Helge Berger

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

Rodney Ramcharan

EDICIÓN EN ESPAÑOL

Departamento de Tecnología
y Servicios Generales

COORDINADA POR:

Lourdes Reviriego

Virginia Masoller

Al Jefe de Correos: Se ruega notificar los cambios de domicilio a *Finance & Development*, International Monetary Fund Washington, D.C. 20431, EE.UU. Los costos de envío de las publicaciones periódicas se pagan en Washington, DC., y en otras oficinas de correo.

© 2010 Fondo Monetario Internacional.

Reservados todos los derechos. Si desea reproducir cualquier contenido de este número de *F&D*, sírvase enviar en línea una solicitud de permiso, que puede encontrar en www.imf.org/external/terms.htm o envíe su solicitud por correo electrónico a copyright@imf.org. Las solicitudes de autorización para reproducir artículos con fines **comerciales** también pueden tramitarse en línea a través del **Copyright Clearance Center** (www.copyright.com) a un cargo nominal.

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

Suscripciones

Cambios de domicilio

Consultas sobre publicidad

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



FINANZAS & DESARROLLO PUBLICACIÓN TRIMESTRAL
DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL
Junio de 2010 • Volumen 47 • Número 2

ARTÍCULOS DE FONDO

LA INFLUENCIA CRECIENTE DE ASIA

4 Asia marca el rumbo

Asia está asumiendo un papel de liderazgo en la economía mundial

Anoop Singh

8 Una China más fuerte

China puede salir reforzada de la crisis si aumenta la demanda interna y fomenta la integración mundial

Linda Yueh

12 Min Zhu: Asia y otros temas

El Asesor Especial del Director Gerente del FMI habla sobre el papel de Asia en la economía mundial, la crisis financiera internacional, y las relaciones del FMI con Asia

14 Mercados más profundos, capital más barato

Las reformas del sector financiero pueden ayudar a reducir el costo del capital, impulsar la inversión y fomentar el reequilibrio en Asia

Sanjay Kalra

16 Al servicio del progreso

Promover el sector de servicios en Asia es otra forma de restablecer el equilibrio y potenciar el crecimiento

Olaf Unteroberdoerster

18 Gente del mundo de la economía: Un revolucionario inesperado

Hyun-Sung Khang traza una semblanza del defensor coreano Jang Hasung



TAMBIÉN EN ESTE NÚMERO

22 Tras la caída

A medida que se intensifica el debate sobre la mejor forma de manejar la política monetaria, se desvanece la otrora marcada diferencia entre las economías avanzadas y emergentes

Eswar Prasad

26 Redefinir los bancos centrales

Los bancos centrales deben extraer lecciones de la crisis mundial y hacer reformas concretas

Duvvuri Subbarao

28 Principios para la reforma

Para diseñar nuevas políticas del sector financiero, las ideas tradicionales son importantes

William Poole

30 Deuda y democracia

Las democracias utilizan los ingresos inesperados que reporta el auge de los precios de las materias primas para reducir la deuda externa. Las autocracias tienden a gastarlos

Rabah Arezki y Markus Brückner

33 Bombas municipales

A ambos lados del Atlántico, los gobiernos locales que contrataron derivados tuvieron problemas financieros

Randall Dodd

36 Reducción de la deuda pública

Muchos países recortaron drásticamente sus coeficientes de endeudamiento público en el pasado, gracias a las condiciones macroeconómicas favorables. Tal vez no tengan tanta suerte en el futuro

Harald Finger y Azim Sadikov



El crecimiento está cobrando impulso en Asia

ASIA está liderando la salida de la recesión mundial, con una recuperación que parece marcar una ruptura con el pasado. China e India están a la cabeza, pero no son las únicas economías dinámicas, y la importancia económica de Asia es indiscutible y palpable. En el artículo principal de este número de *Finanzas & Desarrollo*, Anoop Singh, Director del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI, señala que, según las tendencias previstas, en un plazo de cinco años la economía de Asia será aproximadamente un 50% mayor de lo que es en la actualidad (en términos de la paridad del poder adquisitivo), representará más de una tercera parte del producto mundial y será comparable a las economías de Estados Unidos y Europa. En 2030, el producto interno bruto de Asia será superior al de las principales economías industriales del Grupo de los Siete (G-7).

El episodio actual de recuperación de Asia es distinto de los anteriores en varios aspectos. Primero, mientras que en el pasado la contribución de Asia a la recuperación mundial fue inferior a la de otras regiones, en esta ocasión la región está liderando la recuperación mundial. Segundo, mientras que en el pasado la recuperación de Asia fue impulsada por las exportaciones en general, esta vez se ha visto reforzada por la demanda interna, incluidos no solo el estímulo público, sino también el consumo de los hogares. Por último, mientras que en las recuperaciones anteriores el capital volvió lentamente a Asia, esta vez las entradas netas de capital a la región se han incre-

mentado, como reflejo de los altos niveles de liquidez mundial y la mayor capacidad de resistencia de Asia y el marco económico.

Por lo tanto, es natural que Asia se esté convirtiendo en una región cada vez más influyente en el entorno económico y financiero mundial. Actualmente, seis de las principales economías del Grupo de los Veinte pertenecen a la región de Asia y el Pacífico. Asia representa más del 20% del número de votos relativos en el FMI, y este peso sin duda aumentará a medida que el FMI avance en las reformas para alinear más de cerca el número de votos relativos de los países al papel que desempeñan en la economía mundial. Si se aplican las políticas adecuadas, este éxito económico continuará y seguirá mejorando los niveles de vida de la población asiática.

En este número examinamos varios temas relacionados con la crisis mundial, como el papel de los bancos, la gestión de la política monetaria, la redefinición de las políticas del sector financiero y la reducción de la deuda pública. También analizamos los subsidios a la energía, las nuevas oportunidades de los fondos soberanos y la estabilidad en Europa oriental. En nuestra sección "Gente del mundo de la economía" trazamos una semblanza del defensor del gobierno corporativo, Jang Hasung.

Jeremy Clift
Director

- 39 La escalada de los costos de la energía barata**
Eliminar los subsidios nacionales a la energía no es fácil, pero los países exportadores de petróleo que lo hagan saldrán claramente beneficiados

Dominique Guillaume y Roman Zyttek

- 44 Los fondos soberanos de inversión en el nuevo entorno**

Las compañías estatales de inversiones están bien preparadas para aprovechar nuevas oportunidades y enfrentar nuevos riesgos a medida que la crisis financiera mundial vaya remitiendo

Mohamed A. El-Erian

- 50 Buscar la estabilidad**

Europa oriental pasó de una etapa de auge de diez años a una profunda caída, y ahora debe determinar cómo retomar un crecimiento más estable

Bas B. Bakker y Anne-Marie Gulde

DEPARTAMENTOS

- 2 Notas breves**

Préstamos acordados

Bancos para todos

El poder de los rayos

- 42 Bajo la lupa**

Subsidios al petróleo: En alza

La reducción de los subsidios a escala mundial puede aportar sustanciales beneficios medioambientales y crear espacio fiscal

Benedict Clements, David Coady y John Piotrowski

- 48 Vuelta a lo esencial**

Oferta y demanda

Irena Asmundson

- 52 Críticas de libros**

Building Social Business: The New Kind of Capitalism That Serves Humanity's Most Pressing Needs, Muhammad Yunus

Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy, Raghuram G. Rajan

On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System, Henry M. Paulson, Jr.

13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown, Simon Johnson y James Kwak

From Asian to Global Financial Crisis: An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s, Andrew Sheng

- 57 Un vistazo a las cifras**

El crédito al sector privado sigue siendo débil

El crédito bancario continúa cayendo a pesar de la recuperación mundial

José M. Cartas y Martin McConagha

Ilustraciones: Portada, Michael Gibbs; pág. 22, Kelly Barrett; pág. 30, Michael Gibbs; pág. 33, Jim Dandy/Getty Images.

Fotografías: Pág. 2, Issouf Sanogo/AFP/Getty Images, Jim Rosenberg/CGAP, Frederic J. Brown/AFP/Getty Images; págs. 4-5, Stephen Jaffe/FMI; págs. 8-9, David Shen/epa; pág. 12, Michael Spilotro/FMI; págs. 14-15, How Hwee Young/Corbis; pág. 16, Ryan Pyle/Corbis; pág. 18, Ahn Joo-Young; pág. 36, Guido Cozzi/Atlantide Phototravel/Corbis; pág. 39, Kaveh Kazemi/Corbis; pág. 42, Rungroj Yongrit/epa/Corbis; pág. 43, John Warburton-Lee/JAI/Corbis; pág. 44, Scott Peterson/Getty Images; pág. 50, Andrej Rybczynski/epa/Corbis; págs. 52-55, Michael Spilotro/FMI.

Préstamos acordados

El sistema de crédito agrícola utilizado desde hace 200 años en Europa podría ayudar a los agricultores de África occidental a obtener préstamos bancarios y mejores precios por sus productos. La Organización para la Agricultura y la Alimentación ampliará el concepto del crédito

prendario a Burkina Faso, Malí y Senegal. Según las conclusiones de un proyecto realizado en Níger, este sistema permite a los agricultores producir más alimentos e incrementar sus ingresos.

Conforme a este sistema, los campesinos pueden utilizar sus cosechas a cambio de crédito. En lugar de vender inmediatamente toda su cosecha —cuando los precios están en su nivel más bajo—

para generar financiamiento para la siguiente temporada, los agricultores dejan su cosecha en un almacén cerrado, cuyas llaves están en poder de los bancos, y la utilizan como garantía para obtener crédito bancario basado en el valor de la cosecha almacenada.

El crédito facilita a los campesinos costear la adquisición de insumos para la siguiente temporada, conservando al mismo tiempo su cosecha hasta la temporada de carestía, cuando las reservas de alimentos disminuyen y suben los precios. En ese momento recuperan su producción del almacén, la venden, utilizan los ingresos para devolver los préstamos y retienen la diferencia.



Mercado de alimentos en Maradi, Níger.

Bancos para todos

La mitad de la población mundial no tiene acceso a un banco, lo que significa que 2.900 millones de personas no tienen la oportunidad de ahorrar, obtener préstamos y administrar sus finanzas para el futuro.

En muchas economías del Foro de Cooperación Económica Asia-Pacífico (APEC), el porcentaje de la población adulta que tiene acceso a un banco sigue siendo bajo, con tasas inferiores al 40% en Filipinas, Indonesia, Papua Nueva Guinea, Perú y Vietnam.

En un foro de la APEC celebrado en Sapporo, Japón, se examinaron distintas soluciones para resolver este problema, como ampliar los servicios bancarios a través del teléfono móvil y un mayor uso de los agentes bancarios, que son pequeños comercios, como las tiendas y los servicios de correos, que actúan como agentes de los bancos.



Mercado de pescado en Bohol, Filipinas.

El poder de los rayos

El Banco Asiático de Desarrollo (BAD) presentó una iniciativa de energía solar en Asia para generar unos 3.000 megavatios de energía solar en los próximos tres años. “Dado que se proyecta que la demanda de energía casi se duplicará en la región de Asia y el Pacífico para 2030, es urgente desarrollar métodos innovadores para generar energía reduciendo al mismo tiempo las emisiones de gases de efecto invernadero”, señaló el Director General Gerente del BAD, Rajat Nag, en la presentación de la iniciativa en Tashkent, Uzbekistán.

El BAD brindará financiamiento por US\$2.250 millones para esta iniciativa. Se espera generar inversiones adicionales por US\$6.750 millones durante el mismo período. Nag destacó la importancia de la puesta en marcha de esta iniciativa en Asia central, región que depende particularmente de fuentes de energía intensivas en carbono pero que tiene las condiciones adecuadas para desarrollar la energía solar.



Desierto de Taklamakán en Asia central.

Calendario 2010

26–27 de junio, Toronto, Canadá

Cumbre del Grupo de los Ocho y del Grupo de los Veinte

12–13 de julio, Daejeon, República de Corea

Conferencia Internacional de Alto Nivel Corea/FMI

9–11 de octubre, Washington, D.C.

Reuniones Anuales del FMI y del Banco Mundial

14–15 de octubre, Chengdu, República Popular China

Reunión del Foro de Cooperación Económica Asia-Pacífico

4–5 de noviembre, Washington, D.C.

Undécima Conferencia Anual Jacques Polak de Estudios Económicos del FMI

11–12 de noviembre, Seúl, República de Corea

Cumbre del Grupo de los Veinte

16–18 de noviembre, Roma, Italia

Foro Mundial de Comercio de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos



ASIA 21

LEADING THE WAY
FORWARD

CONFERENCIA DE ALTO NIVEL COREA/FMI

Siga el debate: www.asia21.org

Daejeon, Corea • 12–13 de julio de 2010

Reconociendo que Asia es la región más dinámica del mundo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) organizará conjuntamente con el Gobierno de la República de Corea una conferencia internacional de alto nivel que se celebrará en Daejeon, Corea, los días 12 y 13 de julio de 2010. La conferencia está abierta a todos los medios de comunicación.

En la conferencia participarán las principales autoridades gubernamentales, destacados empresarios, expertos en mercados financieros, representantes del mundo académico y de la sociedad civil, y líderes de los medios de comunicación de Asia y de todo el mundo.

La inscripción electrónica de los medios de comunicación es obligatoria: www.asia21.org



MINISTRY OF STRATEGY
AND FINANCE



The
Economist



第一财经

NIKKEI

STRAITS TIMES
A World of Life

Asia marca el rumbo

Asia está asumiendo un papel de liderazgo en la economía mundial

Anoop Singh

LA RECIENTE crisis ha puesto de manifiesto la aparición de Asia como potencia económica mundial. Varias economías dinámicas de la región están generando tasas de crecimiento importantes a escala mundial y están ayudando a la economía mundial a salir de la recesión. China e India están a la cabeza, pero este fenómeno no está vinculado solamente a estos dos países. La importancia de Asia es incuestionable y evidente.

Basándonos en las tendencias previstas, en un plazo de cinco años la economía de Asia (incluidos Australia y Nueva Zelanda) será aproximadamente un 50% mayor de lo que es en la actualidad (en términos de la paridad del poder adquisitivo), representará una tercera parte del producto mundial y será comparable a las economías de Estados Unidos y Europa. En 2030, el producto interno bruto (PIB) de Asia será superior al de las principales economías industriales del Grupo de los Siete (G-7) (véanse los gráficos 1 y 2).

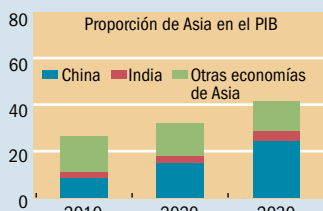


Gráfico 1

Influencia creciente

Basándonos en las tendencias actuales, Asia será la principal región económica en 2030.

(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

(Billones de dólares, nivel de precios de 2010)

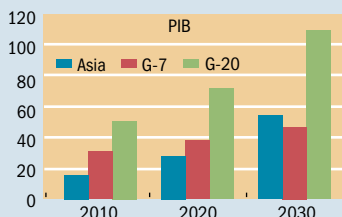
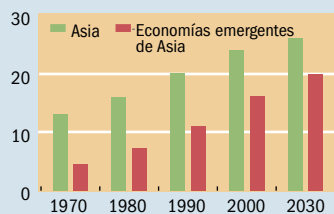


Gráfico 2

Asia crece

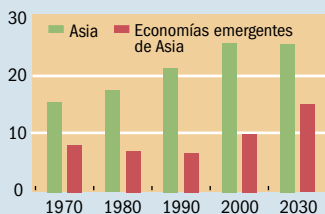
La proporción de Asia en el comercio mundial y en el PIB mundial está creciendo.

(Porcentaje del comercio mundial)



Fuentes: FMI, base de datos de Perspectivas de la economía mundial; Direction of Trade Statistics, y cálculos del personal técnico del FMI.

(Porcentaje del PIB mundial)



Por lo tanto, es natural que Asia se esté convirtiendo en una región cada vez más influyente en el entorno económico y financiero mundial. Actualmente, seis de las principales economías del Grupo de los Veinte (G-20) pertenecen a la región de Asia y el Pacífico. Asia representa más del 20% del número de votos relativos en el FMI, y este peso sin duda aumentará a medida que el FMI avance en las reformas para alinear más de cerca el número de votos relativos de los países al papel que desempeñan en la economía mundial. Si se aplican las políticas adecuadas, este éxito económico continuará y seguirá mejorando los niveles de vida de la población asiática, transformando los medios de vida de casi la mitad de la población mundial.

La consolidación de la recuperación sigue siendo el reto principal al que se enfrenta la economía mundial. Aunque Asia no se encontraba muy expuesta a los activos tóxicos que causaron problemas en otras regiones, su participación en el comercio mundial es importante y sus exportaciones se vieron afectadas por el colapso de la demanda de las economías avanzadas. El impacto del shock externo fue moderado en los países con grandes bases de la demanda interna, como China, India e Indonesia, y algunos países productores de materias primas, como Australia, pero las economías más orientadas a la exportación experimentaron desaceleraciones particularmente agudas. No obstante, las economías de toda la región repuntaron fuertemente y a finales de 2009 el producto y las exportaciones volvieron a situarse en los niveles registrados antes de la crisis

en la mayoría de los países de Asia, incluidas las economías más golpeadas.

Nuevas fronteras de crecimiento

Desde la perspectiva de Asia, cabe señalar por lo menos dos características principales de la recuperación mundial en curso. Primera, a diferencia de las anteriores recesiones mundiales, la contribución de Asia a la recuperación mundial es mayor que la de cualquier otra región. Segundo, también en contraste con episodios anteriores, la recuperación en muchos países de Asia está impulsada por dos motores: las exportaciones y la vigorosa demanda interna. Esta demanda vigorosa obedece en parte a las políticas de estímulo, pero también a la capacidad de resistencia de la demanda privada. La combinación de todos estos elementos muestra que Asia está cambiando en aspectos clave y que estos cambios tendrán repercusiones en el resto del mundo.

Aunque persisten riesgos a corto plazo, en muchos aspectos, Asia está saliendo reforzada de la recesión. Estos riesgos comprenden la vulnerabilidad de Asia (y de otras regiones) a nuevos shocks que podrían afectar al crecimiento mundial y a los mercados financieros. No obstante, la posibilidad de que Asia se convierta en la mayor región económica del mundo en 2030 no es una mera especulación. Parece muy creíble, teniendo en cuenta lo que Asia ha logrado en las últimas décadas: la proporción de las

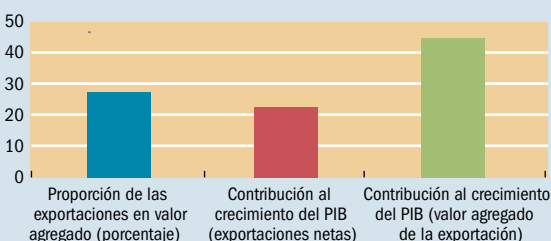
economías emergentes de Asia en el comercio mundial se ha duplicado y en el PIB mundial se ha triplicado en solo las últimas dos décadas. Además, las instituciones y los marcos de política más sólidos que Asia ha desarrollado, especialmente en la última década, se mantuvieron firmes durante la recesión y sientan una base sólida para el futuro. Además, en muchos países, la población es relativamente joven y contribuirá al desarrollo de la fuerza de trabajo.

Gráfico 3

Dependencia de las exportaciones

La dependencia de Asia de las exportaciones es incluso mayor cuando se mide en términos de valor agregado de la exportación.

(Puntos porcentuales, salvo indicación en contrario)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La proporción ponderada por la paridad de poder adquisitivo de las exportaciones en valor agregado corresponde a 2005. Las cifras sobre la contribución al crecimiento son promedios de la contribución al crecimiento trienal en 2001-07.

Por supuesto, esto no significa que el rápido crecimiento de la región continuará automáticamente. Asia deberá reforzar las bases robustas de la política económica mediante la aplicación de reformas para afrontar los retos que se plantearán a corto y mediano plazo. En los últimos trimestres, por ejemplo, Asia ha atraído una afluencia considerable de capital, debido a que los inversionistas respondieron a las mejores perspectivas de crecimiento de la región. El aumento de las entradas de capital deberá manejarse con mucho cuidado para prevenir el recalentamiento en algunas economías y evitar un incremento de la vulnerabilidad de estos países a los ciclos de auge y caída de los precios de los activos y del crédito y a la volatilidad macroeconómica.

A mediano plazo, un reto clave de política económica para muchos países de Asia será fortalecer la demanda interna, convirtiéndola en un motor más prominente del crecimiento, y reducir la dependencia de las exportaciones (véase “Mercados más profundos, capital más barato” en este número de *F&D*). Esto también ayudará a manejar los desequilibrios mundiales. Y lo que es más importante, para muchos países, la recesión mundial ha puesto de relieve la insostenibilidad de vincular excesivamente el crecimiento a las exportaciones, que representan en promedio más del 40% del crecimiento de Asia (véase el gráfico 3). Dado que la recuperación en las economías avanzadas probablemente será lenta comparada con los niveles históricos, y la demanda probablemente se mantendrá por debajo de los niveles registrados antes de la crisis durante algún tiempo, Asia deberá cubrir la reducción de la demanda externa con una segunda fuente interna de la demanda para sustentar un crecimiento vigoroso. La demanda interna privada ha contribuido en gran medida a la recuperación hasta la fecha, pero para mantenerla deberá respaldarse mediante políticas. Estas variarán: algunos países deberán aumentar el consumo; otros mantener o incrementar la inversión, especialmente en infraestructura, y otros aumentar la productividad en el sector de los servicios, en el marco de una mayor integración comercial en la región (véase “Al servicio del progreso”, en este número de *F&D*).

Desafíos de política

A nivel más general, la globalización y el programa de reformas deben seguir avanzando para beneficiar a todos los países y a todos

los ciudadanos. Asia ha logrado progresos sin precedentes en la reducción de la pobreza en las últimas décadas. China por sí sola ha sacado a cientos de millones de personas de la pobreza desde el inicio de las reformas en 1978 (véase “Una China más fuerte”, en este número de *F&D*). No obstante, una elevada proporción de los pobres del mundo vive en Asia, y el 17% de la población de Asia meridional y el Pacífico —el 40% en Asia meridional— vive con menos de US\$1,25 diario (véase el gráfico 4). Además, la crisis financiera ha desacelerado la reducción de la pobreza en la región. El Banco Mundial estima que 14 millones de personas en Asia vivirán en la pobreza en 2010 debido a la crisis. Por lo tanto, es más importante que nunca diseñar e implementar estrategias, como las reformas para impulsar el crecimiento y fortalecer las redes de protección social, a fin de reducir la pobreza endémica en la región. Parte de la estrategia en los países de bajo ingreso deberá incluir mecanismos para transferir recursos del sector agrícola al sector manufacturero como base para el crecimiento a largo plazo. Esto requerirá el desarrollo de una infraestructura nacional y regional para reducir los costos de transporte y fomentar la integración de estos países en las cadenas de la oferta regional.

Los países de la región son conscientes de los desafíos y están tomando medidas en muchos frentes. Las reformas se han centrado en el fortalecimiento de la política fiscal y monetaria, el crecimiento de la demanda interna y la profundización de los vínculos comerciales y financieros con otras economías. El desarrollo de la infraestructura para impulsar el crecimiento potencial de las economías está avanzando rápidamente en muchos países, con la ayuda de mecanismos innovadores, como las asociaciones público-privadas. Se están eliminando los obstáculos al comercio, inclusive dentro de la región, para permitir que un mayor número de personas pueda beneficiarse de las ganancias derivadas del comercio internacional, mediante la incorporación de nuevos mercados y clientes para los exportadores de las economías más pequeñas. Asia está avanzando rápidamente en la integración regional a nivel más general, a través de agrupaciones intrarregionales como la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN) y la ASEAN+3 (incluidos Corea, China y Japón) y entre las regiones, por ejemplo, a través del Foro de Cooperación Económica Asia-Pacífico, centrado en el “regionalismo abierto”.

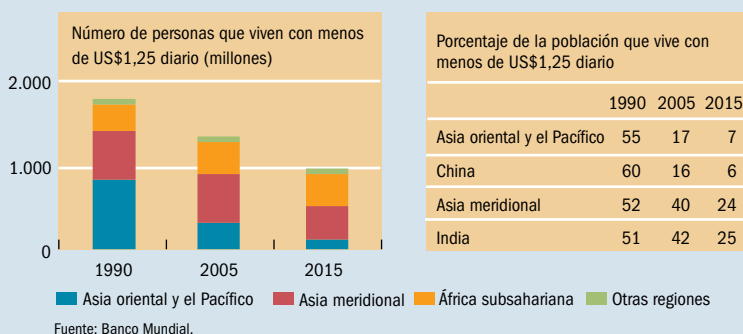
Ha llegado el momento de Asia. Su papel en la economía mundial sigue creciendo, tanto en el comercio y las finanzas mundiales como en el gobierno económico, a través de instituciones como el FMI, y crecerá aún más. Mientras tanto, los países de todo el mundo están interesados en los éxitos de Asia en el ámbito del desarrollo y la gestión de la globalización. Las economías de la región ofrecen una amplia gama de experiencias de países en distintas etapas de desarrollo y confrontados con diferentes desafíos, y la economía mundial a nivel más general puede extraer de estas experiencias un rico conjunto de enseñanzas. ■

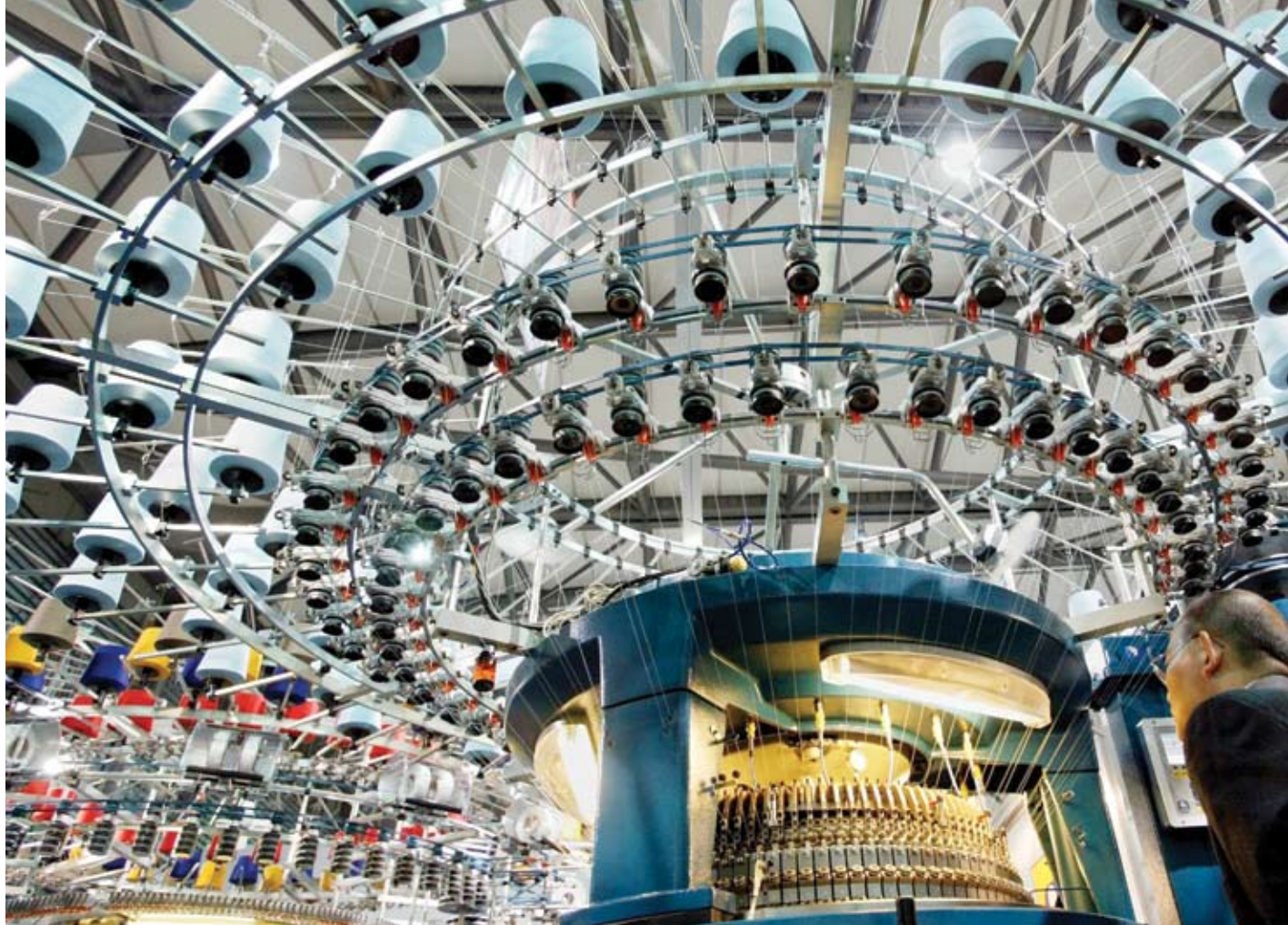
Anoop Singh es Director del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI.

Gráfico 4

Existe todavía mucha pobreza

A pesar de los avances en la reducción de la pobreza, Asia sigue teniendo el mayor número de pobres del mundo.





El nuevo Centro Internacional de Exposiciones de Shanghai.

Una China más fuerte

Linda Yueh

China puede salir reforzada de la crisis si aumenta la demanda interna y fomenta la integración mundial

LOS PAÍSES occidentales están sufriendo las secuelas de una profunda recesión y de la crisis financiera. El crecimiento económico sigue siendo, en el mejor de los casos, débil en las economías avanzadas, la mayoría de las cuales han acumulado importantes niveles de deuda nacional. Y el euro se encuentra bajo presión. Paralelamente, China sigue creciendo. ¿Es real la aparente capacidad de resistencia de China a la recesión?

La situación de China es mucho mejor que la de la mayoría de los países. Evitó una recesión, desconcertando las expectativas al superar la tasa de crecimiento del 8% fijada como meta en 2009. Si puede adaptarse a una economía mundial que probablemente no esté impulsada por la demanda de consumo de los países occidentales en los próximos años, China puede salir de la crisis mundial más fuerte que nunca.

Sobrevivir la crisis

Ningún país fue inmune a la crisis financiera mundial que comenzó en Estados Unidos en 2007. No obstante, como el sector financiero de China no negocia en derivados a gran escala, pudo escapar de la devastación sufrida por Estados Unidos y las economías avanzadas de Europa. China no experimentó una contracción del crédito ni tuvo que resolver el problema de los denominados activos tóxicos que destrozaron los balances de los bancos de las economías avanzadas. Algunos de los principales bancos estatales de China eran acreedores de la empresa de inversión de Wall Street, Lehman Brothers, cuya quiebra en septiembre de 2008 casi causó un pánico financiero. Estos bancos estatales sufrieron pérdidas, estimadas en miles de millones de dólares, pero evitaron el problema del deterioro del valor de los balances, lo que habría sido mucho más perjudicial.



No obstante, China se vio afectada por la segunda etapa de la crisis: una recesión mundial y la primera contracción del comercio mundial en 30 años. Las exportaciones de China —que representan más del 30% de su producto interno bruto (PIB) y alrededor de una tercera parte de su crecimiento económico anual— se desplomaron a finales de 2008. La caída del comercio redujo la tasa de crecimiento en alrededor de 3 puntos porcentuales en 2009 y de 1 punto porcentual en el primer trimestre de este año. La inyección de fondos proveniente de las principales economías del G-20 para respaldar el financiamiento del comercio ha ayudado, pero las exportaciones aún no han recuperado su papel de principal motor del crecimiento.

Medidas de estímulo

Como consecuencia de la crisis y la consiguiente caída del comercio, China está reconsiderando la importancia de la demanda interna como motor de cre-

cimiento de su economía, en lugar de basarse en las exportaciones que son más volátiles. Por lo tanto, en la primavera de 2009 China respondió a la crisis con un programa de medidas de estímulo fiscal de US\$586.000 millones (Y 4 billones). El gobierno siguió aplicando políticas de estímulo en 2010 mientras la demanda mundial se mantenía débil. El Banco Popular de China (BPC) reaccionó rápidamente, reduciendo la tasa de interés de política en agosto de 2008 cuando se situaba en el 7,47%. El último recorte, al 5,31%, tuvo lugar en diciembre de 2008 y al mes de junio de 2010 la tasa se mantenía en este mismo nivel.

Esta combinación de medidas de estímulo y tasas de interés más bajas contribuyó a un repunte del crecimiento en el segundo trimestre de 2009. El crecimiento de China, que se había mantenido en alrededor del 6% en el último trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, cobró impulso hasta situarse en el 8,7% en 2009 en general y en el cuarto trimestre de este año ascendió a una tasa interanual del 10,7% y durante el primer trimestre de 2010 al 11,9%.

El crecimiento de China seguirá dependiendo del éxito del enorme estímulo fiscal, centrado principalmente en la infraestructura. El gasto en infraestructura, que representa la mitad del programa de estímulo, se basa en un proyecto de transporte a gran escala incluido en el 11º Plan Quinquenal, iniciado en 2006. El plan existente permitió implementar rápidamente las medidas de gasto y proporcionó empleos en las carreteras y los ferrocarriles a millones de trabajadores despedidos de las fábricas orientadas a la exportación. De hecho, parece que se

está creando empleo, lo que da validez al gasto de estímulo de China (Orlik y Rozelle, 2009).

Pero la parte social del estímulo, que representa menos del 5% del programa, se consideró insuficiente para estimular el consumo privado. No resolvió el problema del alto nivel de ahorro de los hogares de China, una de las causas principales de la baja demanda interna. Para desalentar el ahorro precautorio, China añadió US\$125.000 millones de gasto en atención de la salud en 2009 —para cubrir a 200 millones de ciudadanos sin seguro médico como un avance hacia la cobertura universal en 2020— y alrededor de US\$400 millones en pensiones para los trabajadores rurales.

Sin embargo, el consumo como proporción del PIB se mantuvo constante en 2009. El aumento de los ingresos urbanos del 10,5% contribuyó a estimular el gasto de consumo, pero ese aumento partió de una base baja. El consumo representa solamente el 35% del PIB de China, en comparación con el 50% o más en la mayoría de las economías de mercado. Y gran parte de la población rural sigue siendo pobre. Por lo tanto, a pesar del aumento del 16% de las ventas al por menor, el consumo solo contribuyó alrededor de 4 puntos porcentuales al crecimiento de China en 2009.

Crecimiento del crédito

China, como otras economías principales, utilizó una política fiscal agresiva y una política monetaria expansiva para luchar contra la recesión, pero a diferencia de esos países, el gobierno central financió solo alrededor de una cuarta parte del estímulo. Los bancos estatales se encargaron del resto. Esto generó una rápida expansión del crédito. En 2009, se concedieron préstamos por US\$1,46 billones (Y 9,95 billones) y se otorgarán otros US\$1,09 billones (Y 7,5 billones) en 2010. Una consecuencia de ello ha sido el crecimiento de la oferta monetaria en casi un 30%. No obstante, los precios al consumidor solo comenzaron a incrementarse a finales de 2009 después de 9 meses de deflación, lo que parecen indicar que la liquidez se ha dirigido hacia los activos. Este crecimiento del crédito en una economía con controles a las salidas de capital significa que la inversión será principalmente interna, lo que podría provocar burbujas de los precios de los activos en los mercados bursátiles y de la vivienda y generar inquietud con respecto a una crisis bancaria.

El fondo soberano de inversión de China, la Corporación de Inversión de China, recientemente adquirió participaciones en los “Cuatro Grandes” bancos estatales, incluida la mitad del Banco Agrícola de China. Esto podría considerarse como un intento para estabilizar los precios de los activos —en vista de la preocupación por los préstamos en mora, un problema que afecta desde hace tiempo al sistema bancario estatal de China— y reforzar el coeficiente de capital de estos bancos. Además, los “Cuatro Grandes” emitieron otros US\$11.000 millones de participaciones en 2010 para incrementar su base de capital.

El ritmo de creación de crédito se desaceleró en el primer trimestre de 2010, y el BPC aumentó el encaje legal a los bancos. Pero para alcanzar la meta de crecimiento del 8% cuando es poco probable que las exportaciones vuelvan a los niveles anteriores, China tendrá que perseverar en la sustitución del comercio, que seguirá inundando a la economía de liquidez, por inversión del

gobierno. Será difícil aplicar una política fiscal expansiva y una política monetaria más restrictiva para controlar las burbujas de los activos y estimular al mismo tiempo la economía. Además, el sistema bancario interno no es la única fuente de efectivo.

China recibió más de US\$200.000 millones en flujos de capital en 2009, de los cuales un monto considerable se considera capital especulativo. El atractivo de China para los inversionistas es mayor gracias al renminbi, que está subvaluado y que ha estado vinculado al dólar de EE.UU. desde el comienzo de la crisis. Las reservas de China crecieron un 23% en 2009 y llegaron a un nivel sin precedentes de US\$2,4 billones, de los cuales dos terceras partes están en dólares de EE.UU.

Por lo tanto, la reciente decisión de China de liberalizar su cuenta de capital fomentando las salidas de capital es positiva. Las reformas serán lentas, parciales y estarán orientadas principalmente a respaldar la política de “salir al exterior” orientada a alentar a las empresas chinas a invertir en el extranjero. Sin embargo, estas medidas ayudarán a China a reequilibrar su economía y corregir los desequilibrios macroeconómicos mundiales.

Nuevo orden mundial

El aumento de los desequilibrios mundiales en los años 2000 sirvió de telón de fondo de la crisis financiera. El surgimiento de las principales economías emergentes —China, India y Europa oriental— a principios de los años noventa y su integración acelerada en la economía mundial en la década de 2000 aumentó los desequilibrios mundiales duplicando al mismo tiempo la fuerza de trabajo mundial a 3.000 millones de personas. Cuando China ingresó en la Organización Mundial del Comercio (OMC) y los países de Europa oriental en la Unión Europea, los menores costos laborales en esos países provocaron un crecimiento de sus exportaciones y tuvieron un impacto deflacionario en el resto del mundo. Pero esto también impulsó los precios de las materias primas al alza, incluidos los del petróleo, lo que dio lugar a mayores superávits también en Oriente Medio.

Las tenencias de reservas mundiales se han cuatriplicado desde 1998, generando una mayor demanda de dólares de EE.UU. como moneda de reserva mundial. Este aumento de la liquidez en Estados Unidos fortaleció el consumo en este país; la Reserva Federal no lo restringió porque la inflación se mantenía baja debido en parte al crecimiento de la fuerza de trabajo mundial (Yueh, de próxima publicación).

Estos cambios estructurales en la economía mundial refuerzan la necesidad de monitorear los movimientos internacionales de capital y de que los bancos centrales, incluido el de China, fijen tasas de interés que reconozcan los precios de los activos, y no solo los precios al consumo. Estados Unidos, en particular, debe considerar el efecto de la moneda de reserva: debido a la demanda de dólares de EE.UU. mantenida en las reservas de otros países, la presión a la baja sobre la curva de rendimientos de las letras del tesoro estadounidense aumentará. Por lo tanto, el costo del endeudamiento se verá afectado no solo por la situación económica interna, sino también por la internacional. En el caso de los países con superávit, como China, la política monetaria expansiva de Estados Unidos puede transmitirse a través de los tipos de cambio fijos, dando lugar a que el capital fluya de las econo-

mías de bajas tasas de interés a las de altas tasas de interés. Por lo tanto, China debería reformar gradualmente su tipo de cambio para evitar las burbujas de precios de los activos internos causadas por las afluencias de liquidez. También será importante aumentar la flexibilidad del tipo de cambio del renminbi antes de aplicar una política monetaria más restrictiva: un aumento de las tasas de interés en China mientras Estados Unidos mantenga una política de tasas de interés cercanas a cero solo agravará la afluencia de liquidez, erosionando el impacto de la medida restrictiva. La diversificación y la reducción de las tenencias de divisas de China también ayudarán a mejorar los desequilibrios mundiales.

Los desequilibrios mundiales ya se han moderado ligeramente: el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos se ha reducido del 6% a alrededor del 3% del PIB en 2009. El ahorro ha aumentado en los países golpeados por la recesión. El FMI prevé que la economía mundial, que se contrajo un 1,1% en 2009, ascenderá al 4¼% en 2010 y a un nivel superior en 2011. Este nivel es mayor que el promedio del crecimiento mundial del 3,2% registrado entre 1980 y 1997, cuando China y otras principales economías emergentes experimentaron un rápido desarrollo. En ese momento, China creció un 9% al año, con una cuenta corriente mucho más equilibrada que hoy. El déficit en cuenta corriente de Estados Unidos representaba alrededor del 1,5% del PIB de ese país, es decir, menos del 0,5% del PIB mundial, mientras que hoy corresponde al 3% del PIB de Estados Unidos, es decir, alrededor del 0,7% del PIB mundial. La corrección de los desequilibrios mundiales probablemente continuará, en particular con la caída del consumo en Estados Unidos debido al desapalancamiento, lo que implica menores superávits para otros países.

La reducción del consumo en los principales mercados de exportación de China (la Unión Europea y Estados Unidos) significa que el crecimiento del comercio se desacelerará en los próximos años a menos que China encuentre nuevos mercados de altos ingresos para sus exportaciones, lo que es poco probable dados los problemas en la zona del euro. Para que China pueda volver a mantener una cuenta corriente mayormente equilibrada como en los años noventa y sustentar su tasa de crecimiento, la demanda interna deberá constituir una mayor proporción del PIB.

Dos caras del problema

Para salir reforzada de la crisis económica mundial, China deberá implementar reformas orientadas a estimular la demanda interna promoviendo al mismo tiempo la integración mundial. Dado el escaso dinamismo de la economía mundial, la reforma deberá transformar a China en una gran economía abierta y asegurar la estabilidad durante la transición económica protegiéndola frente a los shocks externos.

La economía china debería ser más similar a la de Estados Unidos: un país grande que constituye uno de los principales socios comerciales del mundo pero cuyo crecimiento está impulsado principalmente por la demanda interna. Si China fortalece la demanda interna y externa, estará menos sujeto a la volatilidad de la economía mundial; su crecimiento podría estar impulsado por la demanda aunque su comercio aumente en términos absolutos. Dado que China incide en los términos de intercambio

mundiales, puede redefinirse como una gran economía abierta que reconozca los beneficios de la integración mundial manteniendo al mismo tiempo una sólida base de demanda interna para proteger al país de los peores shocks externos.

Consumo y gasto público

El consumo representó alrededor de la mitad del PIB hasta que las altas tasas de ahorro de los hogares y las empresas lo redujeron a un nivel histórico de apenas un tercio. Pero puede volver al nivel del 50% registrado a principios de los años noventa si se corrigen los incentivos al ahorro.

Existe amplio margen para aumentar el gasto público en seguridad social, que como proporción del PIB, ascendió al 13% en 2008 y casi al 20% en 2009 solo como consecuencia del enorme programa de estímulo fiscal. Este nivel sigue siendo inferior al promedio registrado antes de la crisis por los países de la OECD y mucho más bajo que el de la mayoría de los demás países en desarrollo.

El gobierno también debería acelerar la urbanización, lo que fomentaría el crecimiento del sector de los servicios. Esto podría desarrollar aún más el componente de bienes no transables de la economía y crear empleos en los niveles bajo y alto de la gama de capacidades profesionales. Esto se ajusta adecuadamente al perfil de la fuerza de trabajo de China, en las zonas urbanas y rurales. El aumento del ingreso derivado de la urbanización de sectores de la población rural impulsaría el consumo.

Ahorro empresarial y liberalización financiera

Deberían aplicarse una serie de reformas para reducir el ahorro. El ahorro de las empresas —estatales y no estatales— es aun mayor que el de los hogares. Esto se puso claramente de manifiesto cuando el superávit en cuenta corriente de China representó más del 10% del PIB a partir de 2004. La inversión mantuvo su proporción en el PIB, aunque suele reducirse cuando los países acumulan un superávit en cuenta corriente.

El sistema financiero distorsionado de China obliga a las empresas privadas a ahorrar para crecer porque tienen dificultades para obtener crédito. Pero incluso las empresas estatales, que pueden acceder fácilmente al crédito, ahorran porque sus ganancias apenas están gravadas. Estas empresas deberían pagar más impuestos y dividendos.

La liberalización total de las tasas de interés mejoraría la asignación del crédito a las empresas privadas y reduciría el incentivo al ahorro. Aunque estas tasas se liberalizaron parcialmente en 2004, cuando se eliminó el límite máximo a las tasas interbancarias, todavía existían límites al nivel mínimo de estas tasas, así como un límite máximo a las tasas de los depósitos, lo que distorsiona las decisiones de inversión. Si se liberalizaran las tasas de interés, se reducirían los costos de financiamiento para las empresas y, por lo tanto, la necesidad de ahorrar.

La liberalización gradual de la cuenta de capital, en particular la política de “salir al exterior”, ayudará a reducir el ahorro si las empresas pueden operar en los mercados mundiales y tienen acceso al financiamiento de los mercados internacionales de crédito más desarrollados. En otras palabras, las empresas pueden obtener capital en los mercados y no solo depender del sistema bancario de China con sus controles al crédito.

La liberalización de la cuenta de capital también incrementará la flexibilidad del tipo de cambio ya que aumentará la demanda de renminbi. Con un nivel suficiente de salidas de capital, las presiones de apreciación sobre la moneda incluso podrían ceder. La combinación de reformas del tipo de cambio y de las tasas de interés permitirá lograr un mejor equilibrio entre las posiciones interna (ahorro/inversión) y externa (balanza de pagos). Esto dará lugar a una economía más equilibrada que también ayudará a reducir la acumulación de liquidez derivada de los desequilibrios mundiales, como corresponde a una gran economía abierta.

También es importante mejorar la supervisión regulatoria. La liberalización debe ir acompañada por reformas institucionales nacionales e internacionales para profundizar los mercados financieros. Por ejemplo, la participación activa en el órgano regulatorio internacional, el Consejo de Estabilidad Financiera, podría aumentar la estabilidad si los mercados de capital se rigen por leyes y normas cada vez más transparentes que generen más certidumbre y profundidad. Esto tendría repercusiones positivas en el comportamiento de los hogares y las empresas.

Como una de las principales economías del mundo, a China le conviene reconocer su impacto y ayudar a la reestructuración del sistema de gobierno de los mercados mundiales porque sus decisiones se ven afectadas por la situación internacional y, a su vez, influirán en el contexto mundial más amplio. Por ejemplo, China es uno de los motores del crecimiento para Asia y para los países exportadores de materias primas en todo el mundo, y su tipo de cambio afecta a los precios mundiales, mientras que sus condiciones monetarias afectan a los mercados financieros mundiales.

Cómo convertirse en una gran economía abierta

China puede convertirse en una gran economía abierta en rápida expansión estimulando la demanda interna y desarrollando empresas competitivas a nivel mundial. Dado que el nivel de desarrollo del país sigue siendo bajo, la integración en la economía mundial beneficiaría a China y al resto del mundo. Puede lograrlo implementando reformas macroeconómicas que la coloquen en una posición estratégica dentro de una nueva economía mundial incierta. De esa manera, China puede salir reforzada de la crisis financiera mundial. Es una oportunidad demasiado buena para dejarla pasar. ■

Linda Yueh es Directora del China Growth Centre y Catedrática de Economía de St. Edmund Hall de la Universidad de Oxford.

Referencias:

- Bergsten, C. Fred, 2009, “The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis”, *Foreign Affairs* (noviembre/diciembre).
- Orlik, Tom, y Scott Rozelle, 2009, “How Many Unemployed Migrant Workers Are There?”, *Far Eastern Economic Review*.
- Victor, David G., y Linda Yueh, 2010, “New Global Energy Order”, *Foreign Affairs*, enero/febrero.
- Yueh, Linda, 2009, *The Law and Economics of Globalisation* (Londres: Routledge).
- , de próxima publicación, “U.S., China and Global Imbalances”, *China Economic Journal*.

Min Zhu: Asia y



Min Zhu es Asesor Especial del Director Gerente del FMI. Su cargo más reciente ha sido el de Subgobernador del Banco Popular de China, el banco central de este país, y previamente se desempeñó como director ejecutivo principal del Banco de China con experiencia en el sector bancario comercial durante más de una década.

Dezhi Ma, del Departamento de Relaciones Externas del FMI, se reunió con Zhu poco después de su llegada al FMI para conversar sobre Asia en el nuevo orden mundial, varios temas económicos mundiales y las relaciones del FMI con la región que podría liderar la salida de la crisis mundial.

Asia en la economía mundial

F&D: ¿Cómo ve el futuro de Asia en la economía mundial?

Zhu: Asia está cobrando cada vez más importancia en la economía mundial. En 2009, el crecimiento del PIB de Estados Unidos fue de -2,4 %; el de Europa, -4,8%. Pero en India este crecimiento fue del 7,3%, y en China del 8,7%. El eje del crecimiento se está desplazando de Occidente a Asia, y en particular a las economías emergentes de Asia. Esta tendencia continuará durante por lo menos los próximos cinco años y cambiará totalmente la estructura económica mundial.

Otro cambio importante para Asia es su papel en el comercio mundial. Dado que la crisis comenzó en las economías avanzadas, los flujos de comercio de Asia hacia las economías avanzadas se redujeron drásticamente. En respuesta a esta situación, la región siguió fortaleciendo los flujos de comercio interregionales. En adelante, los flujos de comercio entre los países en desarrollo y las economías emergentes aumentarán drásticamente, y las economías emergentes de Asia se convertirán en el eje central de una nueva estructura del comercio mundial.

Las economías emergentes Asia están experimentando un vigoroso crecimiento, mientras que en las economías avanzadas el crecimiento es relativamente débil. Por lo tanto, la recuperación se está produciendo a diferentes niveles y velocidades. Además, las situaciones financieras de las economías emergentes de Asia son mucho más firmes, mientras que las economías avanzadas están experimentando dificultades fiscales. Por lo tanto, cabe esperar una reasignación de los activos mundiales, en la que Asia atraerá más capital.

Al combinar todos estos elementos, podemos señalar que Asia ocupará un lugar más central en la economía mundial en el futuro.

F&D: Su evaluación parece muy optimista. ¿Qué grandes desafíos deberán enfrentar las autoridades económicas de la región?

Zhu: Veo con optimismo el futuro de Asia y sus perspectivas de crecimiento. Pero esto no significa que en Asia todo vaya bien. De hecho, Asia enfrenta muchos desafíos. La reciente crisis nos indica que Asia no está aislada; forma parte de la economía y las finanzas mundiales. Podemos ver cuánto se contrajo el comercio durante el primer trimestre de 2009 y cuánto capital salió de la región durante el primer trimestre de 2008. Esto nos indica que queda mucho por hacer en Asia.

Primero, Asia debe reconsiderar su modelo de crecimiento. La región sigue basándose en gran medida en un modelo de crecimiento impulsado por las exportaciones. Pero debemos avanzar hacia un modelo impulsado por el consumo interno para lograr un crecimiento más equilibrado y sostenible.

Otra cuestión es la reforma del sector financiero. La crisis nos ha enseñado que un sector financiero sólido —que Asia aún no tiene— desempeña un papel muy importante en la gestión macroeconómica. Asia ha avanzado en este tema, pero queda mucho por hacer.

Tercero, Asia debe tomar medidas en relación con los flujos internacionales de capital. El fuerte aumento de los flujos de capital hacia las economías emergentes de Asia presenta grandes desafíos para la región, particularmente en 2010 y en los

otros temas

próximos años. Las economías asiáticas deben diseñar políticas adecuadas para hallar soluciones a largo plazo.

Por lo tanto, sí, por una parte, veo con optimismo las perspectivas de crecimiento de Asia, pero por otra, Asia enfrenta muchos desafíos.

Opiniones sobre la crisis

F&D: *Su experiencia en el sector privado y sus responsabilidades en materia de política económica le habrán dado una perspectiva única de la crisis financiera mundial. ¿Qué destacaría?*

Zhu: Desde mi experiencia en el sector privado, puedo asegurarle que un buen gobierno corporativo es muy importante. Una empresa, en particular una compañía financiera, tiene que tener transparencia y sistemas adecuados de gestión de riesgos.

Desde el punto de vista de un responsable de la política económica, hay que mantener un equilibrio entre la economía real y el sector financiero. A finales de 2007 vimos que el sector financiero era demasiado grande, y que promovía sus propios intereses y no los de la economía real, y esta es la verdadera razón de la crisis financiera.

A nivel macroeconómico, la gestión macroeconómica prudente se ha convertido en un tema importante para todos los gobiernos. En todas las crisis se ve un exceso de liquidez. La gran enseñanza es que se necesita una gestión macroeconómica prudente y anticíclica para evitar este tipo de crisis en el futuro.

Corregir los desequilibrios

F&D: *¿Cómo deberían los países trabajar conjuntamente para resolver el problema de los desequilibrios mundiales?*

Zhu: Los desequilibrios son un problema difícil que afecta desde hace tiempo a la economía mundial. Hay muchos tipos de desequilibrios: por ejemplo, el actual desequilibrio de la cuenta corriente entre las economías emergentes de Asia y las economías avanzadas, y entre los países exportadores de petróleo y las economías avanzadas. El verdadero problema son los desequilibrios grandes, concentrados y persistentes. En los últimos cinco años, unos pocos países han acumulado superávits de manera persistente y otros pocos han mantenido déficits persistentes. Hace 20 años los cinco países principales representaban el 22% de los déficits comerciales mundiales. Hoy representan el 76%. Por lo tanto, los desequilibrios están muy concentrados. Esto plantea un problema real.

Obviamente, debemos reforzar la cooperación mundial. Los países con déficit deben consumir menos y ahorrar más, de forma que puedan importar menos, y deben fomentar las exportaciones. Los países con superávit deben consumir más, exportar menos e importar más para lograr un equilibrio.

Pero si examinamos el panorama global de los desequilibrios, hay que tomar en cuenta las cuestiones de complementariedad. El mundo actual no está desarrollado de manera equitativa. Cada país se encuentra en una etapa diferente, con diferentes ventajas, diferentes procesos, diferentes etapas de producción. Por ejemplo, la mayor parte de las economías avanzadas están orientadas a los servicios, y las economías emergentes están orientadas a la manufactura. Prueba de ello es el desequilibrio persistente y concentrado que plantea un problema para la economía mundial. Ambos aspectos, el reequilibrio y la complementariedad, contribuirán a crear un mundo más productivo y sostenible, y el FMI debería desempeñar un papel central en este proceso. ■

El FMI en Asia

F&D: *¿Qué papel debería desempeñar el FMI en Asia?*

Zhu: Asia desempeña un papel importante en el FMI, y el FMI también juega un papel importante en Asia. Creo que las dos partes están trabajando estrechamente y muy bien.

El FMI desempeña su papel en Asia a través de tres canales:

- **Supervisión:** A través de las consultas del Artículo IV con los países y del Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF). A través de la supervisión, evaluamos la situación económica y financiera de los países, brindamos asesoramiento al gobierno nacional y ayudamos a reforzar la capacidad de crecimiento. También proporcionamos liquidez a algunos países como prestamista de última instancia.

- **Fortalecimiento de las capacidades:** Asia es diversa, y las necesidades de los países son muy diferentes. El FMI ofrece asistencia técnica en varios ámbitos.

- **Capacitación y conocimientos:** El FMI ha establecido centros de capacitación en China, India, Malasia y Singapur, y ofrece muchos cursos a las autoridades económicas de la región, para ayudar a los países a reforzar sus capacidades.

El FMI posee un amplio conocimiento de la situación económica mundial y del sector financiero y elabora las *Perspectivas de la economía mundial*, el informe sobre la estabilidad financiera mundial, las perspectivas económicas regionales de Asia y el Pacífico, y muchos otros estudios. El FMI puede hacer mucho más en la región. Por lo tanto, debe profundizar su conocimiento sobre Asia para reforzar sus vínculos con la región.

F&D: *¿Cómo debería reflejarse dentro del FMI el mayor papel de Asia, y de China, en la economía mundial?*

Zhu: Como diría la mayor parte de la gente, a través de la reforma del régimen de cuotas y la representación en curso, a fin de reflejar el creciente papel de Asia y China. Es correcto realzar la posición de China y Asia dentro de la institución. Pero es más importante para el FMI comprender mejor a Asia y China y transmitir la experiencia de Asia y de China al resto del mundo.

¿A qué puede atribuirse el éxito de Asia? Asia tiene su propia experiencia y su propia evolución. El FMI podría transmitir esta experiencia a otras economías emergentes, y tal vez a otras economías avanzadas. Además, el FMI puede y debería solicitar a Asia y China que participen en el proceso de formación de la política mundial.

Mercados más profundos, **capital más barato**

Las reformas del sector financiero pueden ayudar a reducir el costo del capital, impulsar la inversión y fomentar el reequilibrio en Asia

Sanjay Kalra

EL DEBATE mundial sobre los desequilibrios ha puesto bajo la lupa el “exceso” de ahorro de Asia. Aunque el debate se ha centrado principalmente en el papel de China, los saldos de ahorro-inversión de otros países, especialmente los de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN), como Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia, también están en el punto de mira.

Por lo tanto, Asia, ¿ahorra demasiado o invierte demasiado poco? La respuesta varía de una economía a otra: algunas necesitan reducir el ahorro, mientras que otras deben incrementar la inversión. Pero lo que se puede hacer para corregir los desequilibrios es relevante para casi todas las economías. Varios estudios recientes (Kalra, 2010; Oura, 2008) parecen indicar que la inversión en algunas economías asiáticas sería mayor si las reformas del sector financiero pudieran reducir el costo del capital y asignarlo de manera más eficiente. Esto moderaría los desequilibrios.

Sistemas más robustos

Hasta el momento, las economías asiáticas han afrontado la dura embestida de la reciente desaceleración mundial con mayor facilidad que en anteriores crisis. Las finanzas de las empresas asiáticas han mejorado considerablemente desde la crisis de 1997. El apalancamiento corporativo se ha reducido, y la rentabilidad y la liquidez han aumentado. Los indicadores de vulnerabilidad también han mejorado notablemente, y las probabilidades de incumplimiento del sector corporativo son menores que hace una década. En resumen, existen indicios de que se han reforzado las prácticas de financiamiento corporativo en varios países asiáticos golpeados por la crisis. Los sistemas financieros de la región también son más sólidos. Por lo tanto, las economías asiáticas pueden ahora incrementar el gasto de inversión para satisfacer una mayor demanda interna a medida que reorientan su economía hacia fuentes internas de crecimiento y aprovechan al máximo la reactivación mundial.

La forma en que los países asiáticos aprovechen estas oportunidades dependerá, en parte, de la eficiencia con la cual sus sistemas financieros puedan asignar los fondos para inversiones a los distintos proyectos, ya sea reduciendo el costo del capital o dirigiendo los fondos hacia los sectores que más los necesiten. Las reformas del sector financiero pueden ayudar en ambos casos.



El centro financiero de Singapur.

Margen para la expansión

Los bancos siguen desempeñando un papel dominante en los sistemas financieros de varias economías asiáticas, donde los mercados de bonos en moneda local son pequeños y la emisión de bonos corporativos dentro de estos mercados es poco significativa. La capitalización del mercado bursátil es relativamente baja en muchos países en comparación con las economías avanzadas de Asia y otras regiones. La participación extranjera en los mercados de renta variable y de bonos también es limitada. De hecho, los fuertes movimientos de los precios de las acciones generados por olas periódicas de entradas de capital denotan la profundidad y amplitud limitadas del mercado bursátil.

Las empresas asiáticas utilizan varias opciones de financiamiento de la deuda y buscarían activamente otras opciones distintas del financiamiento bancario si los mercados de capital fueran más profundos y líquidos. Por ejemplo, se produjo un fuerte —aunque temporal— aumento de la emisión de títulos corporativos en los mercados de deuda en moneda local en medio de la crisis financiera mundial en 2008. Podría decirse que en ese momento las necesidades de financiamiento de estas empresas eran limitadas, y la emisión de títulos corporativos reflejó un cambio del financiamiento bancario a los mercados de bonos (Kalra y Oner, 2010).

Costos operativos

Existe un margen en los sistemas financieros de Asia para reducir los costos y asignar el capital de manera más eficiente. En algunas economías, como India, Indonesia, Malasia y Tailandia, el costo del capital podría reducirse hasta los niveles de otros sistemas bancarios de la región (Australia, Corea, Nueva Zelanda y Singapur). Las reducciones de los costos bancarios pueden lograrse aplicando reformas del sector financiero orientadas a reforzar los balances de los bancos, reducir los préstamos en mora y mejorar la información crediticia.

Los indicadores de los costos de los sistemas bancarios de las economías se reflejan en el costo global del capital que enfrentan las empresas. Algunos indicadores sencillos del costo del capital ilustran brevemente este punto: en los países con mayores costos bancarios los costos del capital son por lo general más elevados (véase el gráfico). Dado que los mercados de renta variable



y de bonos corporativos son relativamente pequeños en varios países de Asia, el costo del crédito de los bancos determina el costo del capital. Estos indicadores del costo del capital se utilizan en Kalra (2010) al igual que en Ameer (2007). Estos indicadores generales del costo del capital incluyen las relaciones precio-capital accionario, las perspectivas de crecimiento, la tasa de interés de la deuda y las tasas del impuesto sobre la renta de las sociedades.

Además, las medidas orientadas a reducir el costo del capital muy probablemente impulsarán la inversión.

El análisis empírico del gasto de capital a nivel de las empresas parece indicar que los costos de financiamiento son un factor determinante de los gastos de capital: un menor costo del capital está asociado a un mayor gasto de capital de las empresas.

Esto también se cumple en distintas economías de Asia —Corea, India, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwán y Tailandia— y para otras fuentes de financiamiento externo del gasto de capital; es decir, deuda y capital accionario. Además, el gasto de capital es más sensible al costo de la deuda en algunas economías (Corea, Malasia y la provincia china de Taiwán).

Asignación eficiente

¿Existen fricciones —costos de transacción que son elevados o que dificultan la obtención de crédito— en los mercados financieros de Asia que las reformas puedan resolver? Pueden surgir fricciones por varias razones, como la estructura institucional, el tamaño del mercado financiero y la falta de información. La evidencia empírica muestra que estas fricciones impiden la asignación eficiente del capital entre los diferentes sectores y empresas de Asia.

Naturalmente, las fricciones y las limitaciones de financiamiento difieren de un país o sector a otro, sobre todo en com-

paración con los mercados más desarrollados, como Estados Unidos, de forma que las dificultades para restablecer el equilibrio probablemente varían en las economías. Además, también hay diferencias entre un segmento y otro del sistema financiero.

En algunas economías, como India y Tailandia, hay indicios de fricciones en el sector financiero y limitaciones de financiamiento a las empresas. En otros países, los indicios de fricciones son más débiles. En Corea, Malasia y la provincia china de Taiwán —que tienen segmentos no bancarios más profundos— los sistemas financieros parecen asignar el capital de manera más eficiente.

Sin embargo, estos resultados solo se aplican a las empresas cotizadas en la bolsa que tienen acceso al financiamiento externo. Pero muchas empresas —principalmente las pequeñas y medianas empresas que no cotizan en bolsa— en varios países no tienen acceso al financiamiento externo a través de los mercados financieros organizados. Para estas empresas las limitaciones de financiamiento siguen siendo agudas. Dependen en gran medida de fuentes internas para financiar su crecimiento. Cabe prever que la aplicación de reformas en el sector financiero reducirá estas limitaciones.

Medidas de reforma

Varios países asiáticos ya han puesto en marcha diversas iniciativas —a nivel nacional e internacional— para ampliar y reformar los sistemas financieros. Por ejemplo, Tailandia ha preparado el Plan Maestro II del Sector Financiero y el Plan Maestro para el Desarrollo de los Mercados de Capital. Malasia ha adoptado recientemente varias medidas orientadas a liberalizar el sector financiero y desarrollar un sistema islámico de financiamiento tanto en el sector bancario como en los mercados de capital. A nivel internacional, la Iniciativa del Mercado Asiático de Bonos, puesta en marcha por la ASEAN, China, Corea y Japón (ASEAN+3) en 2003, tiene por objeto establecer mercados de bonos eficientes y líquidos en Asia, lo que facilita el uso del ahorro de Asia para inversiones en Asia. Esta iniciativa ha contribuido considerablemente a fomentar los mercados de bonos en moneda local. Además, las bolsas panasiáticas están estableciendo interconexiones entre ellas para mejorar el flujo transfronterizo de capital en la región de la ASEAN.

Estas reformas profundizarán los mercados financieros y mejorarán su eficiencia. Esto, a su vez, ayudará a reducir el costo del capital, impulsará la inversión y contribuirá al reequilibrio en Asia. ■

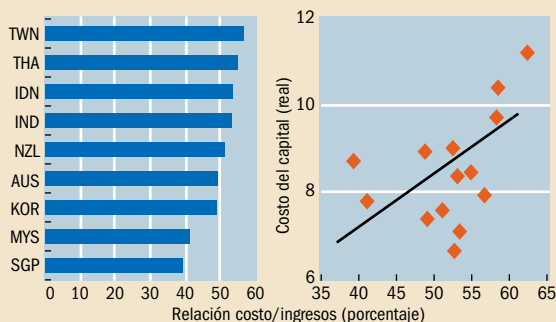
Sanjay Kalra es Subjefe de División en el Departamento de Asia y el Pacífico del FMI.

Referencias:

- Ameer, Rashid, 2007, "Time-Varying Cost of Equity Capital in Southeast Asian Countries", *Asian Economic Journal*, vol. 21, No. 2, págs. 207–38.
- Kalra, Sanjay, 2010, "Thailand: The Corporate Sector, Financial Reforms, and Rebalancing" (inédito).
- , y Ceyda Oner, 2010, "Asian Local Currency Bond Markets: A New 'Spare Tire'?" (inédito).
- Oura, Hiroko, 2008, "Financial Development and Growth in India: A Growing Tiger in a Cage?", *IMF Working Paper 08/79* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Costos bancarios

Algunos sistemas bancarios asiáticos podrían reducir los costos operativos.



Fuentes: Bankscope; Worldscope, y estimaciones del personal técnico del FMI.
Notas: TWN=provincia china de Taiwán, THA=Tailandia, IDN=Indonesia, IND=India, NZL=Nueva Zelandia, AUS=Australia, KOR=Corea, MYS=Malasia, y SGP=Singapur.

Al servicio del progreso

Promover el sector de servicios en Asia es otra forma de restablecer el equilibrio y potenciar el crecimiento

Olaf Unteroberdoerster

ARCHANA NANANCHERLA atribuye el éxito económico de India al afán de sus compatriotas por trabajar intensamente. “Trabajamos más duramente que otros... es una característica de los hindúes”, señala. Pero tal vez el verdadero secreto del crecimiento de India impulsado por fuentes internas sea la propia Nanancherla y otras personas como ella, bien capacitadas, que trabajan en el sector de servicios y con un ingreso disponible cada vez mayor.

Recién salida de la universidad, Nanancherla fue contratada por Tata Consultancy Services, la mayor empresa de externalización de servicios de negocios y tecnología de la información en India. Actualmente es gestora de proyectos con 120 personas bajo su responsabilidad y un sueldo de aproximadamente US\$5.000. La vida de Nanancherla ofrece importantes enseñanzas para otras economías asiáticas.

Mantener el crecimiento de Asia

India difiere de muchas economías asiáticas que han dependido de la exportación manufacturera para impulsar el crecimiento. Esto se puso de manifiesto claramente durante la recesión mundial de 2008–09 cuando la caída de la demanda de Estados Unidos y Europa golpeó de manera desproporcionadamente fuerte a la región (véase “Asia encabeza la recuperación”, en este número de *F&D*). Un reto clave a mediano plazo para Asia será reducir esta dependencia de las exportaciones y reforzar las fuentes internas de crecimiento, una modalidad que ya ha sido puesta en práctica por India.

Muchos observadores atribuyen el crecimiento desequilibrado de Asia al poco dinamismo del consumo privado o de la inversión. No obstante, del lado de la oferta, el aumento de la producción en el sector de servicios de los países en desarrollo de Asia restablecería este equilibrio e impulsaría el crecimiento.

El nivel de consumo o de inversión de algunas economías asiáticas tal vez sea demasiado bajo, pero no puede caracterizarse de débil en todos los casos. Las relaciones entre el consumo y la inversión y el PIB varían de un país a otro. La evidencia empírica sobre los desequilibrios del lado de la demanda no es concluyente.

No obstante, es fácil pasar por alto la contrapartida de la alta dependencia de las exportaciones del lado de la oferta. La dependencia externa de Asia ha dado lugar a una estructura de producción desequilibrada, con una dependencia excesiva de los



bienes transables o manufacturados, que corresponde en general al sector industrial (FMI, 2010). Por ejemplo, la contribución, de alrededor del 50%, de la industria al PIB de China es casi el doble del promedio de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y más de 10 puntos porcentuales del PIB superior al promedio mundial de los países de mediano y bajo ingreso. Esta dependencia de la industria también caracteriza a otras economías emergentes de Asia, como las de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN)-4 e incluso a algunas economías avanzadas como Corea y Japón (véase el gráfico 1). En todos estos casos, la contribución de la industria al PIB es elevada, en muchos casos entre 5 y 10 puntos porcentuales por encima de los países utilizados en la comparación.

La dependencia excesiva del sector industrial ha aumentado en los últimos años, y la proporción de la industria en el PIB se sitúa por encima de la norma, especialmente en China y en las economías de la ASEAN-4.

Servicio con una sonrisa

Dada la dependencia de Asia de las exportaciones, no sorprende que la proporción de los servicios en el PIB sea, en general, baja en comparación con otros países. Por ejemplo, en 2008 la proporción del sector de servicios en el PIB de China fue casi 13 puntos porcentuales inferior al promedio de los países de mediano y bajo ingreso. Lo mismo ocurre en Singapur, que como centro financiero tiene una economía basada en los servicios. Las estructuras del empleo confirman la excesiva dependencia de la industria y la escasa dependencia de los servicios de las economías asiáticas.

El papel dominante de la industria ha sido un factor importante del sólido desempeño del crecimiento y del rápido aumento de los niveles de vida en las economías asiáticas. La rápida industrialización permitió a millones de trabajadores abandonar sus empleos poco remunerados, especialmente en la agricultura, sector en el que los niveles de productividad de Asia se han mantenido muy bajos (véase el gráfico 2). Pero el crecimiento futuro dependerá del sector de servicios.

¿Cómo puede el sector de servicios ayudar a las economías asiáticas a lograr un crecimiento más elevado y equilibrado?

Tal vez India tenga la respuesta. El sector de servicios ha sido uno de los más dinámicos de la economía y el motor

principal del crecimiento del PIB en las últimas dos décadas. A diferencia de otras economías asiáticas, el crecimiento de la productividad del sector de servicios ha tendido a ser mayor que el de la industria gracias a los siguientes factores:

- Avances en la tecnología de las comunicaciones, lo que dio acceso a una amplia oferta de trabajadores de habla inglesa de India a unos mercados internos y mundiales en expansión.
- Una desregulación eficaz de los servicios.
- Privatización.
- Inversión extranjera directa.
- Reformas del sector financiero.

Liberar el potencial de crecimiento

Los estudios empíricos parecen indicar que la desregulación y la exposición a la competencia externa podrían liberar el potencial de crecimiento del sector de servicios. La mejora del acceso a los servicios financieros —especialmente para las empresas más pequeñas— podría atenuar las limitaciones de recursos en el crecimiento. En Corea, por ejemplo, las pequeñas y medianas empresas (PYME) representan el 80% del producto del sector de servicios.

En algunos casos, la apreciación del tipo de cambio ayudaría a desplazar recursos hacia el sector de bienes no transables permitiendo un aumento de su precio relativo. Esto reduciría los márgenes de ganancia en el sector de bienes transables y aumentaría los del sector de bienes no transables. Del mismo modo, las

reformas del mercado laboral que faciliten la contratación y el despido, y los incentivos al reciclaje profesional, podrían ayudar a una reasignación adecuada de los recursos.

Estas reformas beneficiarían al sector de servicios pero también fortalecerían la demanda interna. Desde la crisis de Asia, la inversión a nivel empresarial en las economías de la ASEAN ha sido más sensible a la disponibilidad de fondos internos. Las empresas tienen dificultades para acceder a préstamos bancarios y otros fondos externos para financiar la inversión. Este problema es especialmente agudo para las empresas pequeñas orientadas al mercado interno que operan en el sector de servicios.

Mejorar el clima de inversión

Podría reforzarse el acceso de las empresas más pequeñas y más orientadas a los servicios al financiamiento incrementando el crédito en condiciones basadas en el riesgo; reformando las leyes sobre garantías a fin de permitirles obtener préstamos con una gama más amplia de activos (además de los bienes raíces y activos fijos similares), y ampliando el financiamiento de capital-riesgo a través de reducciones impositivas focalizadas, como en el caso de Malasia. La profundización de la información crediticia y la ampliación de la cobertura de los registros de crédito (como en Filipinas) mediante el establecimiento de la Corporación de Información Crediticia en 2008 ha mejorado la capacidad de los bancos de evaluar el riesgo de crédito. La reducción de este riesgo a través de un marco de reestructuración corporativa modernizado para las PYME también contribuiría a mejorar el acceso al financiamiento.

La Corporación de Gestión de Activos de Corea, por ejemplo, creó un mercado para la deuda corporativa de las empresas coreanas en dificultades comprando los préstamos en mora de los bancos y reempaquetándolos para venderlos a inversionistas. Podrían establecerse empresas similares especializadas en reestructurar la deuda en mora de pequeñas empresas.

Las mejoras en el clima de inversión o empresarial en general están sentando las bases para alcanzar un crecimiento más basado en los servicios en Asia. Sin embargo, aunque las reformas estructurales implementadas desde la crisis de Asia han contribuido sustancialmente a mejorar el clima, las percepciones aún no coinciden con la nueva realidad. Las economías asiáticas deben seguir aumentando la competitividad de sus mercados de productos y de trabajo, como la RAE de Hong Kong que ha adoptado una ley de competencia; nivelando el terreno de juego para los inversionistas extranjeros, como Malasia que recientemente redujo las restricciones a la inversión extranjera en el sector de servicios; garantizando el cumplimiento de los contratos y reduciendo los cuellos de botella administrativos, como Indonesia y Malasia que han establecido una ventanilla única para los inversionistas extranjeros. Solo mediante la aplicación de estas medidas lograrán Asia liberar su potencial de crecimiento y los asiáticos, como Nanancherla, apostar a algo que no sea solo la capacidad del pueblo de trabajar intensamente. ■

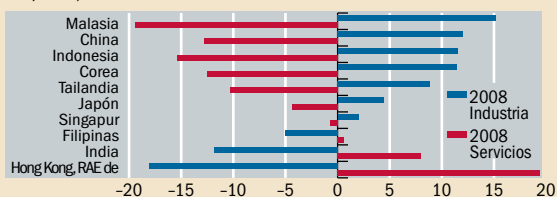
Olaf Unteroberdoerster es Economista Principal del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI. Este artículo se basa en el estudio del autor de 2010 con Adil Mohammad y Papa N'Diaye "Does Asia Need Rebalancing?", capítulo 3, Regional Economic Outlook: Asia and Pacific (abril).

Gráfico 1

Mucha industria, pocos servicios

El PIB de la mayoría de los países de Asia depende mucho de la industria y poco de los servicios.

(Puntos porcentuales; proporción del país menos proporción del grupo de países)



Fuentes: Banco Mundial, World Development Indicators, y cálculos del personal técnico del FMI.

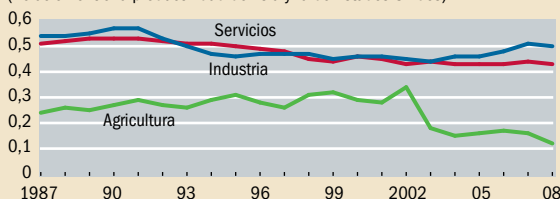
Nota: Las definiciones de los grupos de países se basan en los indicadores del desarrollo mundial. La distribución de los países en grupos de países es la siguiente: Corea, Japón, la RAE de Hong Kong, Singapur (OCDE); China, Filipinas, Indonesia, Tailandia (países de bajo y mediano ingreso); India (países de ingreso mediano bajo); Malasia (países de ingreso mediano alto).

Gráfico 2

Estancamiento de los servicios

El sector de los servicios en Asia puede convertirse en uno de los motores del crecimiento.

(Relación entre la productividad de Asia y la de Estados Unidos)



Fuentes: Banco Mundial, World Development Indicators, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Un revolucionario inesperado

*Hyun-Sung Khang
traza una semblanza
del defensor coreano
Jang Hasung*

LA CRUZADA de Jang Hasung en contra de las opacas prácticas contables de las grandes empresas coreanas casi murió en la cuna a causa de la timidez de un joven abogado. En 1998, Jang y sus simpatizantes entablaron una acción colectiva contra el gigante industrial Samsung Electronics, acusándolo de hacer donaciones políticas ilegales y otorgar subsidios ilícitos a una subsidiaria al borde de la quiebra. Como sus fondos eran limitados, Jang tuvo que poner la causa en manos de un abogado recién graduado. Samsung, por su parte, contrató al abogado litigante más importante del país. En una cultura inspirada por Confucio, en la cual la edad confiere automáticamente autoridad, el joven e inexperimentado jurista llevaba las de perder.

Concluida la primera audiencia, fue a ver a Jang, desesperado, quejándose de que el juez y los otros abogados lo trataban como un niño. Jang, que es ahora decano de la facultad de administración de empresas de la Universidad de Corea, una de las más prestigiosas del país, se ríe recordando la situación, pero luego recuerda con seriedad haberle dicho: “Tú lo haces por la causa de la justicia; él lo hace por dinero. Hay una diferencia enorme. *Tú* tienes sentido del compromiso. *Él* no tiene más que incentivo. No te preocupes”.

Jang y su abogado ganaron el juicio, uno de los primeros en nombre de accionistas minoritarios en contra de los directores del gigante industrial. El fallo es un hito en la historia jurídica empresarial coreana. ¿Y qué fue del joven abogado? “Su nombre pasó a la historia”, dice Jang.

La misma convicción y optimismo del que hizo gala Jang en 1998 lo nutrieron durante más de una década de lucha por los derechos de los accionistas y un mejor gobierno corporativo, en la cual recibió amenazas, perdió amigos que no comprendían su activismo y fue acusado de venderse a los extranjeros.

La senda del activismo

A los 56 años, Jang es un revolucionario a contrapelo y su vida podría haber sido muy diferente. Tras doctorarse en finanzas en la Universidad de Pensilvania, podría haberse sumergido en la vida académica o podría haber obtenido un puesto de por vida en uno de los principales grupos industriales del país, que terminarían siendo el blanco de su activismo. Pero al regresar de Estados Unidos, descubrió que una de las grandes lecciones de sus estudios —que la meta principal de una empresa es incrementar el valor que reciben los accionistas— no se aplicaba, en su opinión, a los gigantes conglomerados industriales que dominaban la economía coreana. En realidad, estos “chaebol” (véase el recuadro) funcionaban como el imperio personal del fundador de la empresa, sin transparencia ni rendición de cuentas.

“Todo giraba en torno a una persona que ejercía el control, conocido como ‘presidente’ o ‘propietario’. Pero si uno examinaba la estructura de participación, se daba cuenta de que no era el propietario, sino un accionista minoritario muy pequeño, y eso ocurría en la mayoría de los chaebol”, explica Jang. “¿De dónde sacaba esa autoridad indiscutida? ¿Y por qué ese abuso de autoridad controlante para beneficio propio? En esa época, nadie lo planteaba”, recuerda.

Entonces, Jang lanzó una cruzada para exigir más rendición de cuentas y transparencia en los gigantes conglomerados familiares —que aún dominan gran parte de la economía coreana—, organizada con el auspicio de un grupo cívico que ayudó a fundar, denominado Solidaridad Popular por una Democracia Participativa (SPDP), hoy una de las principales organizaciones no gubernamentales del país. Su arma preferida era la acción colectiva entablada por accionistas minoritarios. El SPDP abogó por el nombramiento de directores externos, sacó a la luz prácticas contables opacas y exigió que se tuvieran en cuenta los intereses de los accionistas.

Cuando Jang se lanzó al activismo, la idea de los derechos del accionista apenas existía en Corea, y tampoco había un término adecuado para la gobernabilidad corporativa. La ley, que exigía entonces una participación del 5% en una empresa para presentar una moción en una asamblea de accionistas, creaba una enorme barrera protectora alrededor del chaebol. Las empresas hicieron caso omiso de los primeros intentos de Jang por hacerles rendir cuentas. La lucha con el Korea First Bank se empantanó cuando el banco le negó acceso a las actas del directorio, los documentos de la empresa y el registro de accionistas. Como no podían averiguar quién integraba un accionariado atomizado, Jang y sus simpatizantes se instalaron con pancartas ante las puertas de las casas de corretaje, instando a los accionistas a que se pusieran en contacto.

Su campaña era un misterio para muchos de sus amigos, parientes y colegas. En la cerrada sociedad coreana, muchos trabajaban en las empresas contra las que Jang protestaba, y lo presionaron para que abandonara su activismo. Se lo tachó de enemigo de la empresa, enemigo de Corea e incluso quizá comunista, una acusación que sin duda provocaría desconfianza y menosprecio.

Con la fe en el mercado

Lejos de ser comunista, Jang mantiene una fe incondicional en los mercados, que conjuga con el deseo de promover el bien público. “Me encanta hacer fortuna”, comenta. “Hacer fortuna en un sistema de mercado no tiene nada de malo. Si todo el mundo está ganando dinero —los accionistas, los empleados, la sociedad— y logramos que la empresa sea mejor y que la sociedad sea mejor, nadie sale perdiendo”.

La promoción del bien público puede ser una motivación fundamental para Jang, pero no está expresada en términos éticos o morales. Su indignación radica en la opinión de que la corrupción de las empresas coreanas impide que las fuerzas de mercado funcionen bien. Su colega John Lee lo describe como “un capitalista a la occidental”, es decir, “piensa que el dinero promueve el cambio. No es una cuestión de justicia. Lo que cree es que las compañías deben hacer dinero y que el presidente debe hacer dinero para la compañía”.

Jang también tuvo un impecable sentido de la oportunidad. Indudablemente, la crisis financiera asiática de 1997–98 llegó en el momento justo para su campaña. Precisamente cuando su activismo comenzaba a tomar vuelo, la crisis sacó a relucir por primera vez las prácticas de la contabilidad y la administración de los chaebol y su contribución a la peor desaceleración de la historia moderna de Corea. Centró la atención en la compleja red de tenencias cruzadas que le permitían a una matriz ocultar la insostenibilidad de las subsidiarias y protegerlas de tomas de control hostiles. La situación había dado origen también a deudas insostenibles y conflictos de interés.

En el peor momento de la desaceleración económica asiática, Jang puso la mira en un plan de Samsung Electronics para garantizar la deuda de una subsidiaria fabricante de autos que estaba en problemas. Era una de las muchas

cuestiones que él y sus seguidores deseaban plantear durante la asamblea de accionistas de la empresa en 1998, un encuentro casi totémico para los activistas coreanos dedicados a la gobernabilidad corporativa. Ese día, durante más de 13 horas interrumpieron e interrogaron a los directores de la empresa, más acostumbrados a que los asistentes se limitaran a dar el visto bueno a todas sus decisiones. Los activistas no lograron su objetivo en esa ocasión, pero pusieron en marcha un movimiento que llevó a algunos de los chaebol familiares coreanos, como SK Group y LG, a comenzar a separar los holding de las unidades operativas.

Hubo, inevitablemente, reveses: derrotas judiciales, incompreensión por parte del público y acusaciones de que los activistas estaban socavando la confianza en la economía coreana. Pero los triunfos de Jang y sus simpatizantes tienen tanto que ver con cambiar las normas corporativas y la actitud del público como con triunfar en los tribunales. La crisis asiática también transformó la opinión pública: muchos que se habían escandalizado por lo que hacía Jang tomaron poco a poco conciencia de que los chaebol debían cambiar por las buenas o por las malas. El gobierno liberal de Kim Dae-jung, elegido en el albor de la crisis, inició una ola de reformas corporativas, continuadas por el gobierno

de centro izquierda que lo sucedió: la participación accionaria mínima para presentar una moción en asamblea bajó de 1% a 0,01%, una cuarta parte de los directores deben ser ahora externos, la nueva ley bursátil favorece a los accionistas minoritarios, y las reglas sobre divulgación, régimen contable y selección del directorio son más estrictas.

Una historia de luchas

Dada su historia personal, no es sorprendente que Jang sea tan apasionado. Su familia viene de Kwanju, una ciudad del sur conocida por su actitud contestataria. Un pariente cercano murió durante una manifestación histórica contra la dictadura militar en 1980. Durante la colonización japonesa, su abuelo y el hermano de su abuelo lucharon por la independencia. Además de ser el vástago de una familia culta y adinerada, el servicio público le corre por las venas. Un tío y una hermana ocuparon altos cargos públicos, y en sus hombros recae la responsabilidad que le atribuye el confucianismo al primogénito varón.

La batalla de Jang por el bien público lo transformó de activista marginado en respetada figura pública. Pero ese creciente respeto se resintió cuando la atención de Jang pasó del chaebol a la pequeña y mediana empresa, tras un

La República de Chaebol

Un coreano podría pasarse un día entero viviendo en el mundo de Samsung. A la mañana saldría de su apartamento construido por Samsung y conduciría hasta la oficina en un auto fabricado por Samsung (Renault), hablando en su móvil Samsung. Podría comprar el almuerzo en una de las grandes tiendas propiedad de Samsung, y comer algo producido y distribuido por Samsung (Cheil Jedang), calentado en un microondas Samsung, mirando un televisor Samsung.

Tal es la penetración de los chaebol en Corea que pocos aspectos de la vida nacional escapan a la inmensa influencia de Samsung y de las grandes corporaciones familiares nacionales. El más grande y poderoso, el Grupo Samsung, origina alrededor de 20% del producto interno bruto del país, por lo que se lo conoce como la “República de Samsung”.

A través de los chaebol se produce el rápido desarrollo económico coreano. Bajo la dictadura militar de Park Chung-hee en los años setenta y ochenta, el gobierno creó un plan de expansión industrial y los chaebol lo ejecutaron. En este sistema de capitalismo guiado, el gobierno seleccionó empresas para proyectos industriales alimentados por préstamos a bajos intereses concedidos por bancos controlados por el Estado. El alcance de los chaebol llegó a abarcar una amplia gama de actividades industriales y servicios protegidos de la competencia extranjera, con una garantía estatal implícita. Las actividades económicamente redituables terminaron en manos de un pequeño grupo de conglomerados.

El sistema de gestión de los chaebol, autocrático y sumamente centralizado, gira en torno a la figura de un poderoso presidente fundador y sus parientes inmediatos. Las peripecias de estas familias —lo más parecido que tiene Corea a una dinastía real— es una fuente inagotable de fascinación

para el público. En varios casos, la presidencia ha pasado a la tercera generación. La familia del fundador generalmente conserva el control a través de un sistema de propiedad cruzada, aunque en muchos casos la participación económica en las grandes empresas del grupo puede haberse reducido a menos de 10% con el correr del tiempo.

Para fines de los años ochenta, los chaebol dominaban el sector industrial y eran especialmente prevalentes en la manufactura, el comercio y la industria pesada. Entonces comenzaron a adentrarse en los mercados internacionales, financiados por crédito público barato y un apalancamiento excesivo. En 1997, en vísperas de la crisis financiera asiática, la relación deuda/capital de los 30 principales chaebol superaba el 530%, a menudo en forma de préstamos a corto plazo.

Pero ese endeudamiento resultó ser demasiado para muchos. La crisis presagió la desaparición de alrededor de la mitad de los 30 conglomerados más grandes. Las empresas que sobrevivieron recortaron drásticamente el financiamiento global con préstamos a corto y largo plazo, y entre los 30 grupos más importantes ya no se permiten las garantías intragrupalas.

Los coreanos tienen sentimientos encontrados en torno a estos motores domésticos del crecimiento. Sus instintos igualitarios generan gran desconfianza ante la riqueza que han acumulado las familias controlantes, pero el éxito de los chaebol también es motivo de orgullo. La población reconoce que el destino de la economía nacional, impulsada por la exportación, está ligado al destino de estos conglomerados gigantes, hasta tal punto que las amenazas de limitar su influencia y su poder se topan frecuentemente con advertencias de consecuencias funestas para la economía.

intercambio con un financista europeo que le habló en un idioma que ambos entienden: el del mercado. El financista —cuyo nombre Jang no revela— le dijo: “Usted parece tener una estrategia para realzar activos subvalorados. Obviamente, en Corea hay activos mal valorados, subvalorados, desaprovechados. Uno de ellos es usted”. El financista desafió a Jang a ser consecuente con sus principios e ingresar en el sector privado, recordándole: “En este mercado capitalista, a menos que haga fortuna y muestre resultados, no va a convencer a nadie”.

La semilla cayó en tierra fértil y, nuevamente, la suerte se puso de su lado. Mientras Jang protestaba fuera de las casas de corretaje intentando atraer a pequeños accionistas, atrajo la atención de Lee, que en ese entonces trabajaba como gestor de activos en Estados Unidos. Intrigado, Lee se puso en contacto, y así nació una amistad. Lee le delegó sus derechos de voto en Samsung para que el activista tuviera voz durante la asamblea de accionistas.

Corregir el descuento

Unos 10 años después, Lee, que se había pasado a Lazard Asset Management, contribuyó a lanzar el fondo de la compañía “Korea Corporate Governance Fund” (KCGF) con una capitalización de alrededor de US\$35 millones, de acuerdo con Jang, que fue contratado como asesor especial. Esa capitalización asciende hoy a US\$250 millones y el reconocimiento de la marca es tal que localmente se la conoce como el fondo Jang Hasung. Su misión es hacer realidad el valor de la pequeña y mediana empresa mejorando su gobernabilidad y corrigiendo la subvaloración tradicional de las acciones coreanas, conocida comúnmente como el “descuento coreano”.

Las acciones coreanas parecen negociarse en general por debajo de su valor real debido al mayor riesgo que asumen los inversionistas al entrar al mercado nacional. Una ilustración típica es la baja relación precio/beneficio de las acciones coreanas en comparación con otros mercados. El descuento se atribuye a factores que van desde el riesgo que representa el armamento nuclear de Corea del Norte hasta el sobreapalancamiento de las empresas, pasando por las ineficiencias del mercado. Jang piensa que el principal motivo radica en las deficiencias de gobernabilidad y que, corrigiéndolas, desaparecerá el descuento y el valor de las empresas aumentará.

La primera inversión de KCGF fue un 5,1% de participación en una pequeña empresa textil, Daehan Synthetic Fiber. Tras la compra, exigió que la empresa nombrara directores externos, vendiera activos ociosos y divulgara las operaciones con las filiales. KCGF solicitó seis veces acceso a la lista de accionistas, y seis veces la empresa se lo denegó, hasta que finalmente debió capitular ante un fallo judicial.

Irónicamente, Jang, otrora atacado por antiempresarial, se vio acusado de especulador. Se declara comprometido a aumentar el valor de las empresas a largo plazo, si bien un anuncio de compra por parte de KCGF puede disparar el precio de las acciones de una compañía. Minutos después de la adquisición de Daehan, las acciones de la sociedad matriz, Taekwang Industrial, alcanzaron el tope diario permitido, y

el precio de las acciones de Daehan se duplicó en cinco días. Jang atribuye el aumento a la mentalidad de rebaño. “¿Qué cambios íbamos a hacer en unos minutos? En la empresa no cambió nada. Lo que dijimos es que íbamos a colaborar con la compañía. Ayer, hoy: la empresa es la misma. Llevará días, meses, e incluso años lograr un pequeño cambio”.

En la breve existencia de KCGF, ya ha habido un número importante de juicios y acusaciones de intervención hostil y agresiva en las operaciones de las empresas participadas. Y el éxito no está garantizado. Tras comprar acciones en una empresa local de materiales de construcción, Byucksan, KCGF

Jang se declara comprometido a aumentar el valor de las empresas a largo plazo.

perdió un voto en la asamblea, que restituyó al presidente y al auditor en contra de sus deseos. KCGF vendió su participación en la empresa. “Nos dimos por vencidos”, explica Jang. “Hay empresas en las cuales queremos hacer cambios usando todas las armas, incluso acciones penales y civiles, o todo lo que la ley nos permita. Pero entonces a veces se destruye el valor de la compañía”.

Los chaebol y los círculos corporativos coreanos muchas veces acusan a Jang de ser un instrumento de depredadores oportunistas extranjeros que están más interesados en ganancias rápidas que en la reforma corporativa. Un 95% de los inversionistas en KCGF son extranjeros, pero Jang evita deliberadamente promover el fondo ante inversionistas locales porque son demasiado cortoplacistas. Mientras que los inversionistas occidentales suelen interesarse en acumular valor a lo largo de varios años, la tenencia promedio de un inversionista institucional coreano dura meses. Jang explica: “Me llamaban todas las semanas, todos los meses, para preguntarme por las utilidades. La gente impaciente no puede trabajar conmigo porque a corto plazo nada cambia. Se necesitan días, meses, quizás años”.

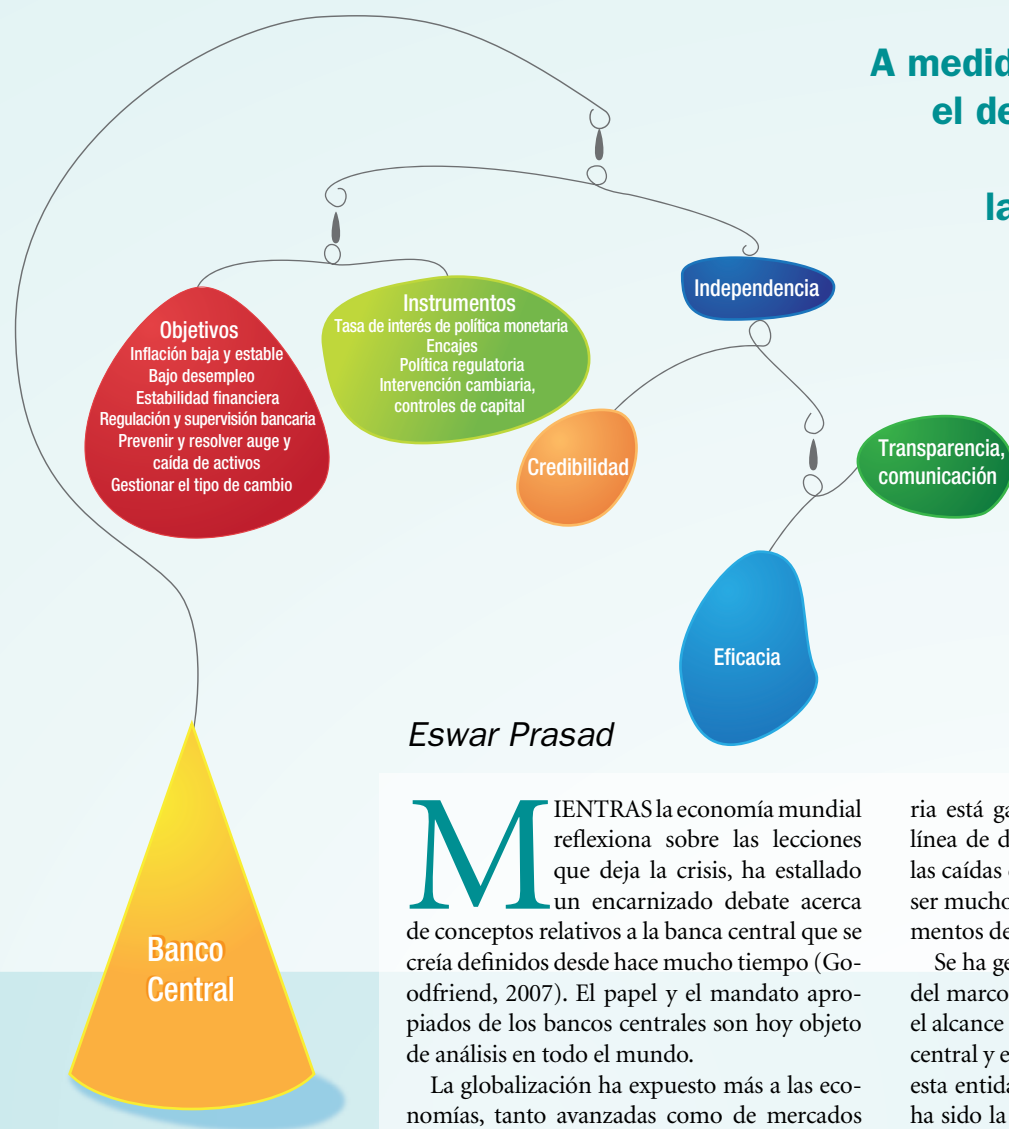
La paciencia es una cualidad que Jang, el activista, se vio obligado a cultivar. Las causas judiciales que entabló pasaron por numerosas apelaciones y contraapelaciones que muchas veces tardaron años. La acción colectiva que SPDP inició contra Samsung Electronics en 1998 no se decidió hasta 2001, cuando un tribunal de distrito le adjudicó más de US\$72 millones en daños y perjuicios. Dos años después, el tribunal de apelaciones falló también a favor de SPDP, pero redujo la suma a US\$16 millones. Tanto SPDP como Samsung apelaron, y la causa llegó a la Corte Suprema, que nuevamente falló a favor de Jang y sus aliados en 2005, siete años después del primer juicio. Al menos en este caso, la convicción y el optimismo de Jang dieron fruto. ■

Hyun-Sung Khang es Redactora Principal de Finanzas y Desarrollo.



Tras la caída

A medida que se intensifica el debate sobre la mejor forma de manejar la política monetaria, se desvanece la otrora marcada diferencia entre las economías avanzadas y emergentes



Eswar Prasad

MIENTRAS la economía mundial reflexiona sobre las lecciones que deja la crisis, ha estallado un encarnizado debate acerca de conceptos relativos a la banca central que se creía definidos desde hace mucho tiempo (Goodyfriend, 2007). El papel y el mandato apropiados de los bancos centrales son hoy objeto de análisis en todo el mundo.

La globalización ha expuesto más a las economías, tanto avanzadas como de mercados emergentes, a los shocks externos. La creciente apertura comercial y los flujos financieros amplían los canales para que esos shocks se propaguen de un país a otro, aumentando también la carga sobre la política monetaria. Ahora es mucho más difícil para un banco central usar instrumentos como la variación de las tasas de interés para lograr objetivos en el ámbito interno; los flujos de capital a nivel mundial pueden dificultar mucho la gestión de la política monetaria, especialmente en las economías con sistemas financieros poco profundos. Sin embargo, la política moneta-

ria está ganando importancia como primera línea de defensa contra los shocks externos y las caídas del sistema financiero porque puede ser mucho más ágil y flexible que otros instrumentos de política macroeconómica.

Se ha generado así un intenso debate acerca del marco correcto para la política monetaria, el alcance apropiado de los objetivos del banco central y el grado óptimo de independencia de esta entidad. Un resultado notable de la crisis ha sido la convergencia observada en la naturaleza de los debates acerca de la banca central en economías que atraviesan etapas diferentes de desarrollo económico e institucional.

Se considera que los bancos centrales de los países de mercados emergentes van a la zaga de los de las economías avanzadas, en cuanto al rigor de sus marcos operativos y también en sofisticación y transparencia, pero de hecho han salido de la crisis mucho mejor parados que los segundos. Tener mercados financieros menos sofisticados y ejercer una prudencia regulatoria mucho mayor demostró ser una ventaja, lo que suscitó algunos giros interesan-

tes en los debates acerca de las políticas monetarias y regulatorias adecuadas para los mercados emergentes (Gill, Kanpur y Prasad, 2009). Es conveniente comenzar por repasar algunos principios generales aplicables a todos los tipos de economías.

Las metas de inflación en la mira

En las últimas dos décadas, las metas de inflación se han convertido en el marco preferido de la política monetaria para la mayoría de las economías avanzadas. Varios bancos centrales de países de mercados emergentes han adoptado marcos cuya prioridad es mantener la inflación en un nivel objetivo o dentro una banda determinada, y muchos otros ya han avanzado en esa dirección. El régimen ha probado ser útil para mantener la estabilidad de precios y anclar las expectativas inflacionarias.

Pero las metas de inflación son ahora blanco de duras críticas tras la crisis financiera mundial. Los banqueros centrales de las economías desarrolladas están hoy en la picota por concentrarse demasiado en la estabilidad de precios, ignorar las burbujas de los mercados de activos y no prevenir la peor crisis de toda una generación.

Aunque muchos mercados emergentes sortearon la crisis relativamente bien, los bancos centrales de ese grupo que fijan metas de inflación también se ven frente a presiones para abandonarlas. Sus críticos sostienen que ese marco podría ser pernicioso para dichas economías si su cumplimiento significa desatender las fuertes fluctuaciones del tipo de cambio y los ciclos de auge y caída de los mercados de acciones y de la vivienda.

Un argumento más radical esgrimido por algunos banqueros centrales de países de mercados emergentes es que una inflación baja no es necesaria ni suficiente para la estabilidad financiera. El hecho de que se acumularan enormes tensiones en los mercados financieros en muchas economías avanzadas en un momento de baja inflación y crecimiento estable obliga a considerar con seriedad ese punto de vista.

Burbujas de los mercados de activos

Las burbujas de precios en los mercados inmobiliario y bursátil pueden tener efectos destructivos para los mercados financieros y la economía cuando finalmente estallan. Esta realidad parece legitimar el argumento de que los bancos centrales no pueden ignorarlas y que un marco estrecho que restrinja su capacidad de tomar medidas preventivas contra ellas está condenado al fracaso. Pero hay aquí un problema importante: detectar esas burbujas en tiempo real resulta difícil, y dista mucho de ser obvio que la política monetaria sea el instrumento correcto para desactivarlas antes de que crezcan demasiado.

La visión purista sobre la política monetaria es que, en tanto los banqueros centrales tengan el modelo macroeconómico correcto para la inflación, las burbujas de activos deberían incorporarse dentro del marco de metas de inflación. Un auge de los activos aumenta la riqueza financiera de los hogares y las empresas, haciéndoles sentir más ricos y gastar más. El consiguiente incremento de la demanda agregada elevaría la inflación, lo que a su vez provocaría una respuesta de política. Es decir, los bancos centrales automáticamente evitarían las burbujas de activos tomando medidas de política monetaria. Sin embargo, aun cuando los bancos centrales tuvieran el modelo

correcto, los precios de los activos podrían trepar rápidamente y luego sufrir caídas destructivas antes de que sus consecuencias en la demanda agregada se hicieran evidentes.

Una postura intermedia es la que sostiene que las burbujas alimentadas por una política monetaria laxa —como las del mercado inmobiliario de Estados Unidos— deberían ser controladas por la política monetaria, mientras que otras —como la de las empresas tecnológicas a comienzos de la década de 2000— deberían resolverse mediante políticas regulatorias o bien debería permitirse que sigan su curso. El problema de este enfoque es la dificultad de detectar e impedir la formación de burbujas, por no hablar de adivinar sus causas.

Como quiera que se resuelva este debate, tras la crisis les será difícil a los bancos centrales ignorar los precios de los activos, aun cuando no les fijen metas formales de ninguna clase. De hecho, un mandato explícito de estabilidad financiera les exigirá gestionar esos precios. En la última crisis, por ejemplo, la caída de los precios de la vivienda en Estados Unidos puso a todo el sistema financiero casi al borde del colapso. Algunos banqueros centrales incluso sostienen que preservar la estabilidad financiera está tan estrechamente ligado a los objetivos normales de política monetaria que es imposible separar las dos funciones (Blinder, 2010).

Esta “expansión gradual del mandato” de los bancos centrales podría generar complicaciones. Si se usan instrumentos regulatorios para manejar las burbujas de activos y garantizar la estabilidad financiera y se emplea al mismo tiempo la política de tasas de interés para manejar la inflación, esta política podría afectar la situación de las instituciones financieras de las cuales el banco central es responsable. Las bajas tasas de interés de política monetaria favorecen las utilidades de los bancos porque les dan acceso a dinero barato, pero también podrían elevar mucho las expectativas inflacionarias y alimentar las burbujas de precios de los activos.

Esta expansión progresiva del mandato plantea un riesgo mayor. Aunque es tentador incluir los precios de los activos en el marco de política monetaria, es peligroso pedir a los bancos centrales que gestionen la evolución de ese mercado sin criterios claros y sin saber cómo las medidas de política monetaria influyen en dichos precios. Estudiar este tema es adentrarse en territorio inexplorado, pero obviamente la práctica de la banca central no puede quedar en suspenso mientras se encuentra una solución teórica a estas cuestiones.

Objetivos e instrumentos

En medio de una crisis, la política monetaria debe ser pragmática y usar todas las herramientas disponibles. La masiva inyección de liquidez que realizaron los bancos centrales de todo el mundo permitió impedir que los sistemas financieros hicieran implosión durante la reciente crisis; pero queda pendiente el interrogante sobre cuál es el marco de política monetaria correcto para tiempos más normales. ¿Qué marco contribuirá a la estabilidad macroeconómica y financiera, reducirá las fluctuaciones del ciclo económico y creará un margen para que la política monetaria pueda responder decidida y contundentemente a los shocks externos adversos?

La visión convencional es que la política monetaria de hecho tiene un único instrumento —la fijación de una tasa de

interés— y que a lo sumo esta puede utilizarse para alcanzar un solo objetivo, como una inflación baja y estable. Una versión más matizada es que la mayoría de los bancos centrales en realidad tienen dos instrumentos: la política monetaria y la autoridad regulatoria. La primera debe usarse para controlar la inflación, mientras que la segunda impide que se acumulen desequilibrios en el sistema financiero. Pero incluso este conjunto limitado de objetivos crea tensiones.

Esas tensiones se agudizan en las economías emergentes, cuyos bancos centrales han sido tradicionalmente responsables de una amplia variedad de objetivos sociales y económicos además de la estabilidad de precios y financiera. La repetida afirmación de que a largo plazo lo mejor es aplicar una política monetaria estable y transparente centrada principalmente en un único objetivo choca con la dura realidad práctica de que el consiguiente aumento de las entradas de capital y la consiguiente apreciación cambiaria pueden perjudicar en forma permanente la participación en los mercados externos y dañar la legitimidad del banco central. Como consecuencia, los objetivos subordinados como la gestión del tipo de cambio ya complican el ejercicio de la política monetaria en estas economías, mientras que instrumentos tales como los controles de capital tienen una eficacia limitada y acarrear sus propios problemas.

Según una perspectiva diferente, en los mercados emergentes se termina considerando responsables a los bancos centrales de un gran conjunto de objetivos. Una opción es tratar de asumir todos esos objetivos, con todos los riesgos que ello implica, porque la alternativa es tener que cargar con las consecuencias si de todos modos algo sale mal con cualquiera de ellos. Pero, por otra parte, también podría argumentarse que, si se debe hacer frente a múltiples objetivos, tanto más imprescindible es entonces que el banco central fije y comunique un conjunto más limitado de objetivos que pueda llegar a cumplir con eficacia.

Si un banco central asume múltiples mandatos, quizá se generen expectativas poco realistas acerca de lo que puede y no puede hacer con las herramientas de que dispone. Por cierto, existe la tentación de atribuirle omnipotencia a la política monetaria, un atributo que algunos banqueros centrales de mercados emergentes consideran que se les impone. Pero esta carga puede resultar excesiva y condenada al fracaso, especialmente en economías con estructuras institucionales débiles, capacidad regulatoria limitada y altos niveles de déficit fiscal y deuda pública.

Una visión más restringida es que la política monetaria puede contribuir mejor a la estabilidad macroeconómica y financiera al mantener la inflación baja y estable. Ese marco, si funciona bien, define los límites de la política monetaria y brinda una norma clara para la rendición de cuentas. Las tensiones entre estas diversas perspectivas se introducen en el debate acerca de la independencia del banco central.

¿Importa la independencia?

La independencia del banco central es hoy blanco de ataques en todo el mundo. En Estados Unidos, el Congreso amenaza con someter a la Reserva Federal a una fiscalización más estrecha al tiempo que se le otorga un mandato más amplio de gestionar las grandes instituciones financieras de importancia sistémica. En otros países, la crisis ha servido de excusa para

los políticos que tratan de tener más control sobre los bancos centrales. En Argentina, la Presidenta destituyó al presidente del banco central porque no accedió a usar reservas externas para el pago de vencimientos de deuda del país.

Estos acontecimientos se producen contra la noción imperante de que la independencia del banco central es una virtud indiscutible porque le permite concentrarse en lo que mejor hace, sin restricciones políticas ni de ningún otro tipo, y ganar credibilidad en el manejo de las expectativas de inflación. Esta credibilidad resulta útil en momentos difíciles porque le da margen al banco central para emplear medidas extraordinarias sin que se descontroren las expectativas inflacionarias. Como ejemplo cabe citar las expectativas inflacionarias relativamente moderadas en Estados Unidos, pese a la masiva inyección de liquidez de la Reserva Federal durante 2008–09 y el rápido aumento del nivel de deuda pública. Al menos hasta ahora, los mercados parecen convencidos de que la Fed no permitirá que la inflación quede fuera de control.

No obstante, el concepto de independencia del banco central es complejo. Según la noción convencional, un banco central autónomo con un objetivo estrecho pero bien definido como el de mantener la inflación baja y estable tiene la mejor probabilidad de ser eficaz y transparente, y por ende menos sujeto a la injerencia política. Aun los bancos centrales que operan con un único objetivo claramente definido bajo la forma de una meta de inflación tienen solo independencia operativa para alcanzar ese objetivo. El gobierno determina la meta en sí misma y las consecuencias de no alcanzarla. De hecho, si el gobierno no interviniera en su fijación, la meta carecería de una legitimidad pública más amplia.

Incluso un objetivo tan estrecho podría ser difícil de satisfacer si el gobierno sigue una política fiscal dispendiosa, acumulando grandes déficits presupuestarios. Además, si a los bancos centrales se los hace responsables de la estabilidad del mercado financiero y de evitar que se formen burbujas de precios de los activos, se los debe dotar de otros instrumentos además de la tasa de interés de política monetaria (o, en algunos casos, los encajes). Se plantea, no obstante, una profunda tensión entre la asignación de múltiples objetivos a los bancos centrales —aun cuando tengan el número correspondiente de instrumentos— y la independencia operativa necesaria para alcanzar la meta de inflación. La mayor amplitud de objetivos invariablemente conlleva más interferencia política y una menor credibilidad en cuanto a mantener baja la inflación.

Estas complicaciones se intensifican en las economías emergentes, cuyos bancos centrales en muchos casos se cuentan entre las instituciones públicas mejor administradas y más confiables, lo que tienta a asignarles más responsabilidades. Pero al asumir más responsabilidades podrían perder eficacia en aquello que sí han demostrado ser capaces de hacer bien: mantener la inflación bajo control.

El verdadero problema por resolver es que al tener el banco central un conjunto más reducido de objetivos también podría peligrar su independencia si parece no preocuparse por otros objetivos como el crecimiento y el empleo. Los banqueros centrales de algunos mercados emergentes implícitamente argumentan que la escasa independencia que

tienen pende ya de un hilo, que podría cortarse, por ejemplo, si no hacen nada acerca de la rápida apreciación del tipo de cambio que afecta a los exportadores o las burbujas de activos que pueden infligir daños considerables cuando estallan.

La réplica clásica es que la mejor forma en que el banco central puede contribuir a un alto crecimiento es brindando un contexto macroeconómico estable mediante la estabilidad de precios. Dado lo ocurrido en la reciente crisis, este argumento suena dogmático y casi indefendible. Por cierto, es un tema en el que parece haber una creciente desconexión entre la teoría de la banca central y su práctica.

Múltiples alternativas

Pese a la creciente prominencia de los sistemas de metas de inflación, queda una amplia gama de alternativas en las actividades de la banca central. En un extremo del espectro están los bancos centrales que fijan metas formales de inflación, como los de Canadá, Nueva Zelanda y Tailandia. La Reserva Federal de Estados Unidos tiene un doble mandato formal de promover el crecimiento y la estabilidad de precios, pero en general se considera que su principal prioridad es el objetivo de inflación. En el otro extremo está el Banco de Reserva de India, cuyo gobernador, Duvvuri Subbarao, explícitamente lo presenta como un banco central de servicios múltiples, con múltiples objetivos, que no necesariamente tiene como prioridad dominante una inflación baja y estable. Otros bancos centrales, como el Banco Popular de China, fijan alguna forma de meta de tipo de cambio, lo que de hecho implica importar una política monetaria extranjera.

Entre los modelos teóricos la variedad es mucho menor. Por ejemplo, los modelos del sistema de metas de inflación se han concentrado principalmente en la fijación de metas estrictas o bien flexibles donde el banco central asigna alguna ponderación a la brecha del producto, que mide el grado de subutilización de la capacidad de una economía.

Incluso en un contexto más estrecho, la investigación académica solo está comenzando a lidiar con los retos específicos propios de los mercados emergentes. Por ejemplo, la definición del índice de precios que debe considerar un banco central para fijar metas de inflación adquiere un matiz muy diferente en los países de bajo y mediano ingreso, donde el gasto en alimentos representa casi la mitad del gasto total de los hogares y una gran proporción de la población trabaja en una economía no bancarizada con escaso acceso al sistema financiero formal (Anand y Prasad, de próxima publicación). En estas economías sería impropio fijar como meta solo la inflación básica, que excluye los precios volátiles de los alimentos y la energía, aun cuando los modelos teóricos clásicos indican que ese indicador es el apropiado. Las cuestiones más generales respecto del nivel correcto de inflación que se debería considerar en los mercados emergentes o de la disyuntiva entre una mayor inflación y un tipo de cambio más fuerte también siguen sin resolverse (Blanchard, Dell'Ariccia y Mauro, 2010).

En definitiva, los académicos (incluido este autor) reclaman marcos de política monetaria más robustos y mejor fundamentados en los análisis pertinentes, pero no han brindado marcos que comiencen a abordar los complejos problemas prácticos

que enfrentan los banqueros centrales de los países de mercados emergentes.

Mantener la normalidad

Si bien los banqueros centrales han mostrado capacidad de responder con eficacia a las crisis, el problema clave no es dar respuesta a las crisis sino más bien definir qué marco de política monetaria reducirá la probabilidad de que estas lleguen a producirse. Aquí las respuestas son menos claras. Es interesante observar que virtualmente todas las economías que aplicaban un régimen explícito —o implícito— de metas de inflación antes de la crisis han indicado en principio su intención de conservarlo.

Siguen pendientes varios interrogantes acerca de la forma en que las metas de inflación pueden adaptarse al mundo poscrisis. Una cuestión más fundamental, no obstante, es si esa estrategia brinda siquiera un marco de referencia que pueda adaptarse a las circunstancias de determinados países.

El régimen de metas de inflación, ¿es un marco que libera a los bancos centrales permitiéndoles hacer lo que pueden hacer con eficacia y fijar expectativas realistas acerca de lo que la política monetaria puede lograr? ¿O es una camisa de fuerza que les hace ignorar la evolución de los mercados financieros y la macroeconomía, planteando en definitiva grandes riesgos?

El pragmatismo es una excelente norma operativa en tiempos desesperados, pero no aporta un marco para la estabilidad en tiempos normales. Funcionar sin un marco ofrece flexibilidad y adaptabilidad, pero a costa de debilitar el ancla de las expectativas de inflación. También podría limitar la capacidad de los bancos centrales de aquilatar una credibilidad que podría resultar útil en momentos de tensión macroeconómica y financiera.

Las metas de inflación siguen pareciendo el marco más defendible, y culparlas por las fallas de regulación que casi provocaron un derrumbe financiero puede significar tirar por la borda las ventajas que ellas ofrecen. Lograr un equilibrio entre estas perspectivas no será fácil. Los banqueros centrales y los académicos por igual tienen por delante una ardua tarea de reflexión. ■

Eswar Prasad es Profesor Titular de la Cátedra Nandlal P. Tolani de Política Comercial de la Universidad de Cornell, Titular de la Cátedra New Century de Economía Internacional en la Brookings Institution e Investigador Adjunto del National Bureau of Economic Research.

Referencias:

- Anand, Rahul, y Eswar Prasad, de próxima publicación, "Optimal Price Indexes for Targeting Inflation under Incomplete Markets", *National Bureau of Economic Research Working Paper*.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia y Paolo Mauro, 2010, "Rethinking Macroeconomic Policy", *IMF Staff Position Note 10/03* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Blinkler, Alan, 2010, "How Central Should the Central Bank Be?", *Journal of Economic Literature*, vol. 48, No. 1, págs. 123–33.
- Gill, Hammond, Ravi Kanbur y Eswar Prasad, compiladores, 2009, *Monetary Policy Frameworks for Emerging Market Economies* (Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar Press).
- Goodfriend, Marvin, 2007, "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, No. 4, págs. 47–68.



Redefinir los bancos centrales

Los bancos centrales deben extraer lecciones de la crisis mundial y hacer reformas concretas

Duvvuri Subbarao

LOS BANCOS centrales han ocupado un lugar central en la crisis financiera mundial. Se los ha culpado por las políticas y medidas que llevaron al mundo a la crisis y se los ha elogiado por sacarlo de ella. Ambas evaluaciones son justas: los bancos centrales han sido parte del problema y parte de la solución.

A medida que la crisis sigue su curso y se afianza la recuperación, los bancos centrales enfrentan varios problemas, cinco de los cuales se abordan en este artículo.

La política monetaria en un contexto globalizado

La crisis ha demostrado las dificultades que se presentan para la gestión macroeconómica en un mundo que se globaliza. Aunque los gobiernos y los bancos centrales desplegaron una inusual batería de políticas contundentes, no pudieron controlar la situación debido a la interconexión del sistema financiero y los efectos, positivos y negativos, de la situación externa en las medidas de política interna. También descubrieron que el sentimiento y la confianza estaban notablemente correlacionados entre los países.

Los hechos externos interactúan con la economía interna de manera compleja, incierta e incluso caprichosa. Los bancos centrales deben comprender mejor tales interacciones. Algunos de los canales por los cuales estas se transmiten son bastante conocidos: los movimientos de los precios mundiales, incluidos los de las materias primas; la sincronización de los ciclos económicos; los flujos de capital; un fuerte comovimiento del precio de los activos; los tipos de cambios de las principales monedas internacionales, y las políticas de tasa de interés de los grandes bancos centrales. Otros canales son menos conocidos. La crisis ha mostrado, por ejemplo, que incluso las diferencias en los regímenes regulatorios pueden estimular operaciones de arbitraje y diluir la eficiencia de las políticas nacionales.

Tómese el caso de los flujos de capital. Durante la crisis, las economías de mercados emergentes experimentaron un cese repentino de las entradas de capital, así como también salidas de capital, como resultado del despalancamiento mundial. Se da ahora la situación contraria y muchas de esas economías registran entradas netas. La gestión de esos flujos, especialmente si son volátiles, pondrá a prueba la eficacia de las políticas del banco central en las economías semiabiertas de mercados emergentes. Un país cuyo banco central no intervenga en el mercado cambiario sufrirá el costo de una apreciación monetaria ajena a los fundamentos económicos. Si

los bancos centrales intervienen para impedir la apreciación, tendrán que lidiar con una mayor liquidez y posibles presiones inflacionarias. Si esterilizan la liquidez resultante, corren el riesgo de hacer subir las tasas de interés, lo que perjudicaría las perspectivas de crecimiento.

La volatilidad de los flujos de capital también podría afectar la estabilidad financiera. La forma en que las economías de mercados emergentes gestionen la trinidad imposible de una cuenta de capital abierta, un tipo de cambio fijo y una política monetaria independiente incidirá en sus perspectivas de crecimiento y en la estabilidad de precios y financiera.

Redefinir el mandato de los bancos centrales

La crisis ha desatado un amplio y encendido debate sobre el papel y las responsabilidades de los bancos centrales y plantea tres grandes interrogantes:

¿Deberían seguir aplicando los bancos centrales metas de inflación? En los años previos a la crisis existía un fuerte consenso favorable a que la política monetaria se basara en el logro de una tasa de inflación determinada. Aun cuando los bancos centrales no fijaran una meta de inflación precisa, sus objetivos de política estaban influidos, si no dominados, por la estabilidad de precios. Este enfoque parecía ser exitoso. Hubo un largo período de estabilidad de precios acompañada de un crecimiento estable y bajo desempleo. En la etapa anterior a la crisis, los banqueros centrales eran gente triunfadora. El fin de la Gran Moderación ha diluido, si no disuelto, el consenso acerca de la conveniencia de fijar metas únicamente para la inflación. Según la opinión mayoritaria, la estabilidad de precios y la estabilidad financiera se refuerzan mutuamente. Pero la crisis ha probado que no es así: la estabilidad de precios no necesariamente garantiza la estabilidad financiera. Ha cobrado nuevo impulso la “nueva hipótesis del entorno” de que la fijación pura de metas de inflación es desaconsejable y que el mandato de los bancos centrales debe avanzar más allá de la estabilidad de precios e incluir la regulación y supervisión bancaria, la estabilidad financiera y la prevención de las burbujas de precios de los activos.

¿Cuál es el papel de los bancos centrales en la prevención de las burbujas de precios de los activos? Está surgiendo la idea de que, dentro del ámbito de competencia de un banco central, debe estar la función de impedir un aumento excesivo del precio de los activos. Las opiniones están divididas, sin embargo, en cuanto a si los bancos centrales deben prevenir tales burbu-

jas con medidas de política monetaria o con normas regulatorias. Lo indiscutible, no obstante, es que esa tarea requiere de los bancos centrales no solo capacidad analítica sino madurez de criterio para evaluar la naturaleza del riesgo.

¿Deberían los bancos centrales intervenir también en la regulación y supervisión bancaria? En muchos modelos, el banco central es meramente una autoridad monetaria, estando la regulación y supervisión bancaria a cargo de otro organismo. Las nuevas posturas sostienen que la crisis fue causada, al menos en parte, por una falta de coordinación y comunicación entre los bancos centrales y los supervisores y, en aras de la estabilidad financiera, la solución óptima es confiar la regulación y supervisión bancaria a los bancos centrales. El tema aún no ha sido resuelto, ya que no hay una única respuesta para todos los casos, como lo demuestra la diversidad de modelos regulatorios que existen. Cada país y cada banco central tendrán que resolverlo en función de sus propias circunstancias.

Los bancos centrales y la estabilidad financiera

Si bien hay un amplio consenso en que la estabilidad financiera no es ni automática ni inevitable, el consenso es menor con respecto a si debe ser incluida expresamente en el mandato de los bancos centrales. Según algunos expertos, esto sería redundante, porque la estabilidad financiera es condición necesaria —aunque no suficiente— para lograr los objetivos convencionales del banco central respecto de la inflación, el producto y el empleo. Pero cada vez son más los que opinan que, a menos que se lo incluya expresamente en dicho mandato, el objetivo de estabilidad financiera podría quedar postergado.

Definir la estabilidad financiera en forma precisa, comprensible y mensurable resulta difícil. No obstante, conocemos ahora dos atributos de la inestabilidad financiera:

- Una excesiva volatilidad de las variables macroeconómicas como las tasas de interés y los tipos de cambio que tienen un impacto directo en la economía real.
- Instituciones y mercados financieros amenazados por la iliquidez al punto de comprometer la estabilidad sistémica.

¿Tienen los bancos centrales instrumentos para responder al mandato de preservar la estabilidad financiera? Uno de esos instrumentos es indudablemente la función de prestamista de última instancia. Durante la crisis, los bancos centrales inyectaron una enorme cantidad de liquidez para reactivar el sistema mediante el servicio de prestamista de última instancia. Si bien con ello se aportó liquidez a las diversas entidades, el mercado en sí se mantuvo ilíquido, lo que revela la limitación de este instrumento para combatir la iliquidez. El banco central puede inyectar liquidez, pero es difícil garantizar que el dinero barato y abundante disponible se usará para comprar activos cuyo valor se erosiona rápidamente. La única alternativa posible es que el banco central compre esos activos, lo que significa que este debe ser no solo el prestamista sino también el creador de mercado de última instancia. Estas cuestiones aún no han sido definidas con claridad, ni mucho menos resueltas, pero es preciso resolverlas pronto.

Gestionar los costos y beneficios de la regulación

Para salvaguardar la estabilidad financiera, el Banco de Reserva de India usó una diversidad de medidas prudenciales, como la

fijación de normas de exposición y un ajuste preventivo de la ponderación de riesgo de los activos y los requisitos de provisión para pérdidas. Pero esas medidas suelen tener un costo. Posiblemente al ajustar la ponderación de riesgo se modere el flujo de crédito a ciertos sectores, pero un ajuste excesivo, prematuro o innecesario puede frenar el crecimiento. Análogamente, los límites de exposición brindan protección frente a la concentración de riesgos, pero pueden restringir la disponibilidad de crédito para sectores en un proceso importante de crecimiento. Como en el caso de la estabilidad de precios, los bancos centrales se enfrentan al desafío de gestionar la disyuntiva entre estabilidad financiera y crecimiento.

Después de una crisis, desde una óptica retrospectiva, todas las políticas conservadoras parecen seguras. Pero un conservadurismo excesivo puede frustrar el crecimiento y sofocar la innovación. La pregunta es, ¿qué precio estamos dispuestos a pagar, o —al revés— que beneficios potenciales estamos dispuestos a ceder, para hacer frente a la inesperada aparición de un cisne negro? La experiencia indica que equilibrar los costos y beneficios de la regulación es más una cuestión de buen criterio que de habilidad analítica. Los bancos centrales, especialmente los de los países en desarrollo, como India, deben perfeccionar su capacidad de criterio al trabajar para el crecimiento y la estabilidad financiera.

Autonomía frente a rendición de cuentas

Durante la crisis, los gobiernos y los bancos centrales coordinaron sus esfuerzos para lanzar inéditas políticas fiscales y monetarias expansivas. Ahora que los países estudian abandonar esas políticas, resurgen las acostumbradas tensiones entre las políticas monetaria y fiscal. Un posible regreso a la dominancia fiscal podría socavar la independencia de los bancos centrales.

La responsabilidad por la estabilidad financiera debe ser compartida por el gobierno, el banco central y otros reguladores. Compartir esa responsabilidad no es en sí mismo un problema, pero plantea dos cuestiones relacionadas. La primera es que el rescate de instituciones financieras es un acto intrínsecamente político, y la participación en esas decisiones puede comprometer el prestigio tecnocrático de los bancos centrales. La segunda es el riesgo de que la coordinación con el gobierno para preservar la estabilidad financiera pueda propagarse a otros ámbitos de competencia de los bancos centrales, debilitando su independencia.

El argumento a favor de la independencia del banco central es cada vez más criticado a raíz de los acontecimientos generados por la crisis. Los bancos centrales deben abogar por su independencia no con argumentos de peso sino mediante esfuerzos voluntarios más vigorosos por demostrar transparencia, capacidad de respuesta y disposición a rendir cuentas.

Esta lista de temas pendientes dista de ser exhaustiva, ni se han considerado todos sus matices, pero los bancos centrales deben tratar de comprender mejor cómo comenzar a encarar estas cuestiones y sobre esa base adaptar y modificar la forma en que funcionan. ■

Duvvuri Subbarao es Gobernador del Banco de Reserva de India.



Principios para la reforma

Para diseñar nuevas políticas del sector financiero, las ideas tradicionales son importantes

William Poole

LA CRISIS financiera ha provocado una reevaluación generalizada de las políticas públicas para el sector financiero y su regulación. Las propuestas de reforma han sido muchas, pero pocas han decantado. En muchos países hay una gran presión política sobre las legislaturas, lo que augura una colisión entre el cabildeo de la industria y las concepciones populares, algunas erradas, sobre la naturaleza de las reformas necesarias.

Las dificultades que la reforma plantea para las economías en desarrollo quizá parezcan distintas de las que enfrentan las economías avanzadas, pero fundamentalmente son las mismas. Las autoridades de los países en desarrollo deben ceñirse a la visión del sector financiero que desean promover, para no adoptar hoy políticas que luego dificultarán el logro de esa visión. Las políticas aplicadas como soluciones a corto plazo generan intereses creados difíciles de desarmar. Un tema de especial gravedad es el de las restricciones regulatorias, que moldean y distorsionan la estructura de las industrias de los servicios financieros. Los segmentos protegidos luchan para conservar sus ventajas y los organismos reguladores hacen lo propio para mantener su influencia.

También es esencial tener una visión de la estructura financiera del futuro porque las finanzas son de por sí competitivas en todo el mundo, lo que hace difícil y costoso impedir que las empresas nacionales no financieras utilicen servicios financieros del extranjero. Por eso, fomentar una industria local de servicios financieros exige prestar atención a la competencia internacional, y por ende a las características de las formas más sofisticadas que adquieren esos servicios. Las industrias financieras y no financieras enfrentan los mismos problemas: una economía en desarrollo que pretenda ingresar al club de las economías avanzadas debe estar abierta a las prácticas y tecnologías que elevan la productividad y el ingreso.

La crisis financiera de Estados Unidos y Europa demuestra que el sistema financiero era defectuoso y no puede servir de inspiración para las economías en desarrollo. A continuación expongo mi opinión sobre los principios centrales que deben orientar la reflexión sobre la forma de dirigir las políticas públicas hacia las industrias de servicios financieros en todos los tipos de economías, refiriéndome a grandes rasgos a las facultades de

los bancos centrales y de los reguladores, sin entrar a considerar los mecanismos institucionales que difieren entre un país y otro.

Estabilidad del nivel de precios

El principal objetivo de un banco central debe ser el de mantener una razonable estabilidad del nivel general de precios. La estabilidad de precios favorece el desarrollo económico y contribuye a sostener la confianza nacional e internacional en una economía. Los mercados internos, especialmente los de capital, funcionan más eficientemente cuando los precios se mantienen estables.

Un banco central que logre mantener la estabilidad de precios ganará prestigio e influencia. Además, estará en condiciones de aplicar una política monetaria anticíclica que permitirá estabilizar el empleo en un nivel alto.

El sistema de pagos es primordial

Ninguna economía puede funcionar sin un mecanismo fiable para hacer y recibir pagos. Descuidar las viejas funciones monetarias de los bancos es una invitación al desastre. Un banco comercial es simultáneamente una empresa monetaria, que capta y transfiere depósitos, y una empresa crediticia, que otorga y administra préstamos. Cuando las actividades crediticias de los bancos los ponen en riesgo de caer en insolvencia, sus funciones monetarias quedan gravemente afectadas.

Hay dos líneas de defensa frente al riesgo de insolvencia bancaria. La primera, y más importante, es el *requisito de que los bancos comerciales mantengan una importante reserva de capital* a cambio de los beneficios de tener autorización para funcionar. La crisis financiera demuestra que las normas tradicionales de capitalización no eran adecuadas. Se debe exigir un capital propio mínimo igual al 10% de los activos, y el 10% de los pasivos totales debería consistir en deuda subordinada a largo plazo, que el banco pueda convertir en acciones al vencimiento.

Una exigencia de capital rigurosa mantiene la confianza del mercado en la solvencia del sistema bancario, impone una gran disciplina sobre sus actividades y crea una reserva importante de recursos para proteger a los contribuyentes frente al riesgo de tener que rescatar a los bancos en situación de quiebra.

La segunda línea de defensa es la *supervisión regulatoria*. Los sistemas bancarios generalmente gozan de un seguro de depósi-

tos a cargo del gobierno, y la supervisión es necesaria para proteger el fondo que lo financia. Las autoridades bancarias deben tener como única función mantener la seguridad y la solidez de las entidades. Los bancos no deben ser utilizados para otorgar financiamiento para el desarrollo dirigido por el gobierno.

Usar los bancos como agencias de desarrollo tiene sus peligros. Uno es que los bancos estarán presionados para conceder préstamos aunque no sean seguros. Otro es que sus actividades crediticias dirigidas por el gobierno son extrapresupuestarias. Si el gobierno quiere alentar el crédito para el desarrollo debe hacerlo de manera transparente a través de los organismos públicos pertinentes que operen con recursos asignados mediante el proceso legislativo habitual. O bien el gobierno puede optar por subvencionar empresas privadas de desarrollo.

Un apalancamiento excesivo es letal

La principal causa de la actual crisis financiera fue un excesivo apalancamiento, especialmente en el sistema bancario. La experiencia de Estados Unidos durante el último decenio permite trazar una interesante comparación entre el desplome bursátil de las empresas informáticas a principios de la década y la crisis de las hipotecas de alto riesgo que comenzó en 2007. En ambos episodios se registró una manía por activos de riesgo que terminó infligiendo grandes pérdidas a los inversionistas; sin embargo, solo la caída de las hipotecas de alto riesgo desencadenó una crisis financiera. Las acciones informáticas se mantenían principalmente en cuentas no apalancadas, en carteras de individuos y de fondos mutuos. Las hipotecas de alto riesgo y los títulos valores emitidos como contrapartida se mantenían en cuentas muy apalancadas en bancos comerciales y de inversión y en algunos fondos de inversión libre (*hedge funds*).

A pesar de ese peligro, los sistemas impositivos generalmente subsidian la deuda al permitir la deducción de intereses como un gasto, pero no de los dividendos sobre acciones. Las políticas públicas que subsidian el apalancamiento no tienen sentido. En el régimen del impuesto sobre la renta personal y de las empresas es preciso eliminar gradualmente la deducción de intereses y reducir al mismo tiempo la tasa del impuesto, de modo que la reforma resulte neutra para los ingresos fiscales.

Discrecionalidad regulatoria

La mayoría de los reguladores tienden a creer que pueden funcionar con más eficacia si tienen facultades más amplias. Esa visión merece ser cuestionada.

En una sociedad democrática, todo funcionario está sometido a restricciones políticas. Un gobernador del banco central, por ejemplo, sabe que el cargo no conlleva un poder ilimitado, por más amplias que sean las atribuciones que las leyes le confieren, y de esto depende qué medidas pueden tomarse en el contexto político del momento. Una reflexión clara sobre la estructura financiera exige considerar las facultades que un banco central *no* debería ejercer, pero podría sentirse obligado a usar si están previstas en la legislación que lo rige.

Por ejemplo, ¿debería un banco central comprar obligaciones de empresas privadas o gobiernos locales? Si la respuesta es, como creo que debe ser, que esa entidad no debe otorgar tales préstamos, entonces no debería estar facultada para hacerlo. Dar

préstamos a entidades no bancarias debe ser responsabilidad del gobierno elegido. Las atribuciones de emergencia deben ser delimitadas estrechamente, quizá exigiendo la aprobación formal del primer ministro o del presidente para garantizar que los recursos del banco central no se usen incorrectamente. El problema no es que los bancos centrales harán con frecuencia un uso indebido de sus facultades crediticias sino que las autoridades políticas sí lo hagan con las facultades del banco central.

Los préstamos del banco central dependen en última instancia de la facultad de crear dinero, facultad que debe ser ejercida con buen criterio para preservar el poder adquisitivo de la moneda. La independencia del banco central frente al control político cotidiano es la mejor protección contra un financiamiento inflacionario, por lo que resulta fundamental una definición estrecha de sus facultades y responsabilidades.

Es conveniente plantear por adelantado qué facultades necesitan y deben tener los organismos. El argumento a favor de otorgarles facultades extremadamente amplias y difusas para garantizarles flexibilidad puede ser resultado de un análisis superficial y poco riguroso del problema. Todo regulador debe formularse preguntas como estas: Si ocurre X, ¿qué debería hacer este organismo? ¿Qué facultades necesita? Si ocurre Y, ¿habrá un uso abusivo de esas mismas facultades a través del proceso político?

Con el tiempo, la alta dirigencia de todo organismo cambia. ¿Qué seguridad hay de que los futuros directivos ejerzan prudentemente esas facultades amplias? Cuando se prevén cambios legislativos, conviene presuponer que los futuros dirigentes no tendrán la misma competencia y motivación que tienen hoy. Las leyes deben imponer limitaciones en lugar de otorgar más poderes a los futuros dirigentes, esa es la única forma de dar a los mercados certeza razonable de la solidez de las políticas.

Anticuadas, pero importantes

La crisis financiera demuestra que algunas ideas anticuadas no han perdido vigencia. Como una crisis bancaria crea una crisis económica general, las leyes y reglamentaciones que rigen el sector financiero deben por sobre todo preservar la estabilidad de la banca comercial. Los bancos deben concentrarse en otorgar préstamos de riesgo relativamente bajo y en mantener un nivel de capital importante. Las facultades de los organismos reguladores deben ser diseñadas cuidadosamente, ya que el exceso de atribuciones abre la puerta a su uso político indebido y crea incertidumbre acerca del accionar de las autoridades.

Se requiere un esfuerzo mucho mayor para modificar los incentivos de las empresas financieras. Con nuevas leyes tributarias que fomenten un menor apalancamiento y mayores exigencias de capital, el sistema financiero será más estable. Aunque las crisis financieras han sido un rasgo habitual de las economías de mercado durante siglos, sabemos lo suficiente sobre sus causas para diseñar políticas que permitan que esa inestabilidad sea menos frecuente en el futuro. ■

William Poole, ex Presidente del Banco de la Reserva Federal de St. Louis, es investigador principal del Instituto Cato y Académico Residente de la Universidad de Delaware.



Deuda y democracia

Rabah Arezki y Markus Brückner

Las democracias utilizan los ingresos inesperados que reporta el auge de los precios de las materias primas para reducir la deuda externa. Las autocracias tienden a gastarlos

LOS PAÍSES exportadores de materias primas suelen experimentar grandes shocks de los precios de las materias primas que plantean importantes desafíos para su estabilidad macroeconómica. Por ejemplo, un flujo repentino de ingresos en moneda extranjera debido a una escalada de precios de las materias primas puede incrementar el tipo de cambio real de un país, lo que hará menos competitivas sus exportaciones de productos distintos de las materias primas. El efecto de estas variaciones imprevistas de los precios en la competitividad de estos países ha sido estudiado con detalle por los economistas.

Los shocks de precios también tienen otras repercusiones significativas en los países exportadores de materias primas, tales como un aumento de las reservas de divisas y los ingresos públicos; pero estas repercusiones no han sido tan estudiadas como el efecto mencionado anteriormente. La manera en que el gobierno utiliza los ingresos provenientes de una escalada de precios de las materias primas tiene un efecto directo en la evolución macroeconómica de un país y puede ser beneficiosa o perjudicial.

Cuando se produce un auge de precios, el repentino aumento de los ingresos ayuda a los países exportadores de materias primas a

reembolsar su deuda externa. Pero los auges se acaban. Un uso prudente del ingreso obtenido en épocas de bonanza sería reducir el endeudamiento externo a fin de prepararse para tiempos más difíciles. Pero un país que no utilice los ingresos inesperados de forma prudente —o que incluso utilice el auge para acumular más deuda— se encontrará en una situación aún más difícil, porque la deuda se convertirá en una proporción mayor de sus menores recursos financieros después del auge y será más difícil de reembolsar. Esta situación se agrava si, como suele ocurrir, la deuda está denominada en una moneda extranjera, como en dólares de EE.UU. Si los ingresos inesperados recibidos durante un auge de precios de las materias primas no se utilizan para reducir la deuda externa, puede producirse un incumplimiento de los pagos de esta deuda (que en nuestro estudio incluye la reestructuración de la deuda, aunque no exista un incumplimiento formal). Algunos analistas sostienen que los auges de precios de las materias primas de los años setenta generaron un nivel excesivo de deuda externa en varios países exportadores de materias primas —por ejemplo, Venezuela y Nigeria— lo que dio lugar a las crisis de la deuda de los años ochenta (Deaton, 1996; Krueger, 1987; Sachs, 1989a).

La opinión dominante en los estudios financieros internacionales es que los altos niveles de deuda externa socavan el desempeño económico actuando como un impuesto sobre los proyectos de inversión futuros y limitando el financiamiento de estos proyectos (Krugman, 1988; Sachs, 1989b). Dadas las fuertes variaciones de los precios de las materias primas en los últimos años y la crisis de la deuda de 2009 en Dubai, las autoridades económicas deben comprender el vínculo entre la deuda externa de los países exportadores de materias primas y los movimientos de los precios internacionales de las materias primas. Para investigar este vínculo analizamos 93 países durante 1970–2007 y concluimos que existe una diferencia significativa entre la manera en que las democracias y las autocracias manejan el auge. Es importante recordar, no obstante, que algunos países también han acumulado activos financieros, como reservas internacionales, que reducen su posición global neta frente al resto del mundo.

Qué aportan los ingresos inesperados

En países democráticos (véase el recuadro 1), donde las instituciones políticas exigen a los líderes políticos cierto grado de responsabilidad, los shocks de precios de las materias primas positivos están asociados con un nivel significativamente inferior de deuda externa y de riesgo de incumplimiento de los pagos de esa deuda. En países con regímenes muy autocráticos, donde los líderes políticos apenas o no deben rendir cuentas a la ciudadanía, los ingresos inesperados provenientes de los auges de los precios internacionales de las materias primas no se utilizaron sistemáticamente para reducir la deuda externa.

¿Por qué? Porque estos regímenes utilizaron gran parte de estos ingresos inesperados en gastos de consumo del gobierno. El aumento de estos gastos no es necesariamente perjudicial. De hecho, si los ingresos inesperados se utilizan para proporcionar bienes públicos, como educación y servicios de salud de manera eficiente, el gasto puede ser beneficioso.

Pero en las autocracias, el aumento de estos gastos fue primordialmente improductivo y benefició mayormente a las élites poderosas. En los países exportadores de petróleo, por ejemplo, suelen subvencionarse los productos derivados de los combustibles, lo que genera grandes costos fiscales y un exceso de consumo, y ayuda de manera desproporcionada a los ricos, que consumen más energía que los pobres (véase “La escalada de los costos de la energía barata” en este número de *F&D*). Dado que en aquellos países con instituciones políticas denominadas “amigables con los oportunistas” el gasto derrocha los fondos públicos y desplaza a la actividad productiva (Mehlum, Moene y Torvik, 2006), el PIB per cápita no aumenta durante los auges de precios de las materias primas.

En las democracias, por otra parte, no observamos un aumento significativo de los gastos de consumo del gobierno durante los auges de precios de las materias primas. Los ingresos inesperados dieron lugar a un incremento significativo del PIB per cápita.

También observamos que en las democracias estos auges estuvieron acompañados por una mejora significativa del Estado de derecho (véase el recuadro 2). El aumento de los precios internacionales de las materias primas exportadas puede incrementar el rendimiento de la inversión interna, especialmente en el sector

de los recursos, pero si los inversionistas temen la expropiación por parte del gobierno de una parte significativa de sus utilidades, la inversión privada tal vez no aumentará considerablemente a pesar del mayor rendimiento del capital interno. En muchas autocracias, en cambio, el Estado de derecho ya era deficiente y no mejoró —o incluso se deterioró— cuando aumentaron los ingresos de manera inesperada como consecuencia del auge de los precios internacionales de las materias primas.

¿Qué enseñanzas pueden extraerse?

Una administración más conservadora de los ingresos inesperados en países con instituciones más democráticas genera un beneficio claro: la reducción de la deuda externa. Y esto significa una menor carga impositiva en futuros proyectos de inversión. Por lo tanto, la mayoría de los ciudadanos prefieren políticas que reduzcan la deuda externa, especialmente si existe el grave riesgo de que el gobierno malgaste los ingresos inesperados provenientes de los auges de precios de las materias primas en proyectos de bajo rendimiento. Los líderes elegidos democráticamente, dado que deben rendir cuentas al público, parecen más dispuestos que los líderes autocráticos a promover (o acceder a) una reducción de la deuda externa.

La historia se repite

Como consecuencia de la desregulación financiera internacional en los años noventa y los consiguientes flujos de capital de

Recuadro 1

Democracia o autocracia

Clasificamos a los 93 países de nuestro estudio en democracias y autocracias, según los criterios de la base de datos de Polity IV (Marshall y Jaggers, 2009). La clasificación se basa en una escala de 10 puntos centrada en cuatro características de los sistemas políticos: la competitividad de la participación política, la competitividad de la contratación de cargos ejecutivos, la apertura de la contratación de cargos ejecutivos, y las limitaciones a la acción del poder ejecutivo.

En un extremo de la escala, +10, se presentan las democracias más abiertas y competitivas desde el punto de vista político. En el otro, –10, se encuentran las autocracias menos abiertas y competitivas. Consideramos que un país es autocrático si tiene una puntuación promedio inferior a cero en el período 1970–2007, y profundamente autocrático si esta puntuación es inferior a –6. Los países democráticos tienen una puntuación superior a cero, y los que son profundamente democráticos superior a +6. De los 93 países, 52 son autocráticos, 13 profundamente autocráticos y 41 democráticos, de los cuales 14 son muy democráticos.

Recuadro 2

Estado de derecho

El Estado de derecho comprende dos aspectos (International Country Risk Guide, 2009). El componente que refleja la solidez y la imparcialidad del sistema jurídico y la noción de “orden”, es decir, en qué medida se cumplen las leyes. Un país puede tener un sistema judicial con una puntuación muy alta pero una puntuación global muy baja si el nivel de delincuencia es muy alto o si los ciudadanos no cumplen las leyes.

las economías industriales hacia las economías en desarrollo, muchos países se endeudaron excesivamente, lo que dio lugar al sobreendeudamiento de los años noventa (un nivel de deuda tan alto que desalienta la inversión). Los acreedores bilaterales y multilaterales proporcionaron alivio de la deuda a los países más pobres, entre los que se encontraban varios países de bajo ingreso pero ricos en materias primas. Sin embargo, cuando comenzó la escalada de precios de las materias primas en 2000, algunos de estos países ricos en materias primas, especialmente en África subsahariana, comenzaron a endeudarse mucho frente a China y otros nuevos acreedores.

Para limitar estos riesgos, los países ricos en materias primas con trayectorias de disciplina fiscal deficientes —especialmente las autocracias— deberían considerar la implementación de reglas presupuestarias al comienzo de un auge de precios de las materias primas. En teoría, las reglas fiscales tienen sentido porque tienen por objeto evitar que los países ricos en materias primas se endeuden de manera excesiva. En la práctica, las reglas fiscales no son siempre eficaces. De hecho, la contabilidad creativa, la presión política y el abuso de la función pública con fines privados pueden afectar el compromiso del gobierno con la implementación de las reglas fiscales. Esto es especialmente cierto en el mundo arbitrario de las autocracias. Entre las dificultades para implementar las reglas fiscales cabe señalar el diseño de un sistema adecuado de contrapesos y una estrategia de comunicación pública. Estas dificultades ponen de manifiesto la necesidad de seguir estudiando y debatiendo el diseño de políticas en entornos con una gestión de gobierno deficiente. ■

Rabah Arezki es Economista del Instituto del FMI, y Markus Brückner es estudiante de postgrado en la Universidad Pompeu Fabra.

Este artículo se basa en el estudio IMF Working Paper 10/53, "International Commodity Price Shocks, Democracy, and External Debt".

Referencias:

Deaton, Angus, y Ron Miller, 1996, "International Commodity Prices, Macroeconomic Performance, and Politics in Sub-Saharan Africa", *Journal of African Economies*, vol. 5, No. 3, págs. 99–91.

International Country Risk Guide, 2009, PRS Group (Syracuse, Nueva York).

Krueger, Anne O., 1987, "Origins of the Developing Countries' Debt Crisis, 1970 to 1982", *Journal of Development Economics*, vol. 27, No. 1–2, págs. 165–87.

Krugman, Paul, 1988, "Financing vs. Forgiving a Debt Overhang", *Journal of Development Economics*, vol. 29, No. 3, págs. 253–68.

Marshall, Monty G., y Keith Jagers, 2009, *Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800–2007—Dataset Users' Manual* (Arlington, Virginia: Polity IV Project).

Mehlum, Halvor, Karl Moene y Ragnar Torvik, 2006, "Institutions and the Resource Curse", *Economic Journal*, vol. 1, No. 508, págs. 1–20.

Sachs, Jeffrey D., 1989a, "Introduction to 'Developing Country Debt and Economic Performance'", en *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 1: The International Financial System* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), págs. 1–36.

———, 1989b, "The Debt Overhang of Developing Countries", en *Debt Stabilization and Development: Essays in Memory of Carlos Diaz-Alejandro*, Guillermo Calvo et al., compiladores (Cambridge, Massachusetts, y Oxford: Blackwell), págs. 80–102.



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2011–2012 program begins in July of 2011. Applications are due by January 1, 2011.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu



Bombas municipales

Randall Dodd

A EXCEPCIÓN de algunos nombres en común —como el que celebra la película París, Texas—, parecería haber pocas coincidencias entre las ciudades europeas y estadounidenses. Pero las finanzas modernas han dictado otra cosa. A ambos lados del Atlántico, hay gobiernos locales que sufrieron pérdidas devastadoras por contratar derivados parecidos pero complejos.

Estas operaciones fracasaron en parte debido a la crisis económica mundial, que demostró que muchas transacciones supuestamente sólidas eran más riesgosas de lo que creían los municipios. Con frecuencia, gobiernos locales sin gran experiencia financiera contrataron derivados (véase el recuadro) fuera de mercados organizados o sin una central de compensación.

Francia calcula que tiene 1000 ciudades con €1.000 millones en monto notional de derivados activos (el monto notional es similar al valor facial de un bono), e Italia, 467 ciudades con €2.500 millones. No hay datos completos sobre Alemania, pero al menos 50 ciudades tienen derivados nada más que con Deutsche Bank. En Estados Unidos, donde 40 estados autorizaron legislativamente a los municipios el uso de derivados, el monto notional total estimado de esas transacciones alcanza los US\$250.000 millones a US\$500.000 millones. De un lado y otro del Atlántico hubo desastres financieros que terminaron ante los tribunales. Ciudades y condados de Alabama, California, Ohio y Pensilvania sufrieron cuantiosas pérdidas y, como en Europa, hay muchos municipios que no revelan los malos

resultados, supuestamente para evitar la vergüenza y las consecuencias políticas. Eso significa que no se conoce la magnitud exacta de las pérdidas en ambos continentes.

Algunos municipios se metieron en dificultades simplemente tratando de emitir deuda más barata para atender obligaciones normales, como mejorar las escuelas o las obras sanitarias. Otros intentaron emplear derivados para ocultar sus deudas o déficits presupuestarios. Cuando empezaron los problemas, se vieron en peores aprietos al intentar recuperar las pérdidas contratando derivados más complejos o exóticos, y más riesgosos.

Arbitraje clásico

La mayoría de los gobiernos contrataron derivados conocidos como swaps para abaratar el endeudamiento. Un swap representa un intercambio de una corriente fija por una corriente variable de ingresos. Los problemas surgieron cuando los municipios emitieron bonos con una tasa de interés flotante y contrataron, a través de un banco comercial o de inversión, un swap por una tasa fija, presuntamente más baja que la que habría pagado el municipio si hubiera emitido sencillamente un

A ambos lados del Atlántico, los gobiernos locales que contrataron derivados tuvieron problemas financieros

¿Qué es un derivado?

Un derivado es un contrato financiero cuyo valor se deriva —de ahí su nombre— de un elemento de referencia, que puede ser una acción, un bono, una moneda o una tasa de interés. Los contratos de futuros, las opciones y los swaps son algunos de los derivados más conocidos. Algunos se negocian en mercados organizados; otros son extrabursátiles. Se emplean a menudo para protegerse de un riesgo.

bono a tasa fija (endeudamiento a tasa fija sintética). Aunque la intención era convertir una tasa variable en una tasa fija, lo que estuvo en juego en realidad fueron dos pagos variables: la tasa flotante que pagó el municipio por los bonos y el pago flotante que recibió del operador según la tasa del swap. La diferencia prevista entre ambas tasas flotantes supuestamente iba a ahorrarles a los municipios entre 0,5 y 1,5 puntos porcentuales de la deuda.

Esta es una estrategia empleada comúnmente desde hace mucho tiempo por empresas no financieras. Pero en este caso la tasa flotante de los bonos municipales se desfasó de la tasa de referencia que fijaba los pagos provenientes del swap vendido por el operador. En condiciones normales, ambas fluctúan muy de cerca, pero en una crisis, cuando las presiones del mercado las afectan de distinta manera, divergen drásticamente. La posibilidad de que ocurra esa situación se denomina riesgo “de base”. Cuando las tasas de interés dejaron de fluctuar al unísono, los municipios ahorraron menos en intereses y con frecuencia comenzaron a sufrir pérdidas.

Entre 2002 y fines de 2007, hubo un diferencial relativamente fiable entre la tasa de oferta interbancaria de Londres (LIBOR) —una referencia comúnmente utilizada para los bonos municipales— y el índice de la Asociación de la Industria de Valores y los Mercados Financieros (SIFMA, por sus siglas en inglés), utilizado a menudo para calcular la tasa de swaps municipales. Pero entre 2008 y marzo de 2009, el diferencial adquirió una volatilidad alarmante (véase el gráfico) y los municipios terminaron pagando más —generalmente, mucho más— de lo que tenían previsto.

Las complicaciones se multiplicaron en los casos en que las tasas variables a largo plazo de los bonos municipales no

estaban ligadas a una tasa de referencia, sino que se fijaban directamente en subastas semanales o mensuales en el mercado. Al desfase entre cada tasa de financiamiento decidida por el mercado y las tasas de referencia se sumó el hecho de que muchas de las subastas fracasaron durante la crisis financiera mundial porque ni siquiera compraban los propios intermediarios colocadores, que se encontraban atados de manos por la falta de capital y las dificultades de financiamiento. Cuando fracasaba la subasta, las tasas se disparaban por acción de cláusulas contractuales que penalizaban precisamente esa eventualidad.

Una estrategia pensada para ahorrar intereses no tuvo debidamente en cuenta el riesgo de base, es decir, que los diferenciales pueden ampliarse. Estas transacciones ocurrieron tras un período de poca volatilidad en las tasas de interés, que se suponía iba a perdurar. Ahora está claro que el pasado no constituye una buena guía para el futuro, y que el ahorro previsto no era suficiente a la luz de un indicador adecuado del riesgo.

Anticipos en efectivo

Los municipios también emplearon swaps de tasas de interés para recibir anticipos en efectivo y cancelar deudas o saldar gastos corrientes, a cambio de una tasa de interés más alta. Generalmente, el valor justo de mercado de estos swaps es el mismo para ambas partes al comienzo de la operación. Pero si un gobierno municipal se compromete a una tasa fija superior a la vigente en el mercado, el vendedor le paga al comienzo de la operación el equivalente de esos pagos futuros más altos. Si el sistema contable municipal es en base caja, y no en base devengado, esa transacción no se registra como deuda pública aunque el municipio, en la práctica, contrajo una deuda. Esto distorsiona la situación financiera que declara el municipio.

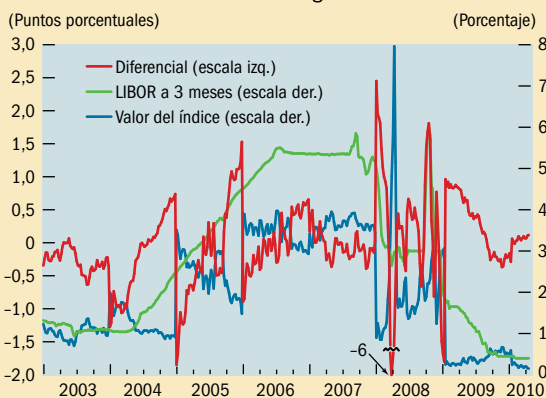
Operaciones exóticas

El tercer caso —y a veces el más dañino— ocurrió con derivados más complejos o exóticos. Hubo municipios que intentaron resarcirse de las pérdidas sufridas con otras operaciones de derivados, o sencillamente obtener más rentabilidad de sus tenencias de efectivo mientras las tasas de interés estaban bajas, contratando swaps de vencimiento constante, swapciones y “bolas de nieve”. Más complejos y opacos, estos instrumentos son más difíciles de valorar, y sus riesgos no están tan claros. Además, su finalidad principal no suele ser cubrirse frente al riesgo, sino generar un ingreso más alto asumiendo un riesgo mayor. Un interrogante clave es si estaban correctamente valorados.

En un swap de vencimiento constante, el pago de un participante está basado en una tasa de referencia a corto plazo, como la LIBOR a tres meses, más un diferencial, en tanto que la otra parte paga en cada vencimiento, digamos, la tasa a 10 años vigente para los swaps mientras el swap esté activo. Básicamente, se trata de una apuesta sobre la pendiente de la curva de rendimientos, que traza la relación entre el ingreso que genera una inversión y su vencimiento. En épocas normales, el rendimiento es más bajo cuanto más próximo esté el vencimiento, y la pendiente sube (debido a una combinación

Cuando divergen las tasas

El diferencial entre los índices LIBOR y SIFMA se mantuvo constante entre 2006 y 2008, pero luego entró en una etapa de volatilidad, afectando las tasas de los títulos municipales basadas en ese diferencial e incrementando sustancialmente los costos de los gobiernos locales.



Fuentes: Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos y Asociación de la Industria de Valores y los Mercados Financieros (SIFMA, por sus siglas en inglés). La tasa de oferta interbancaria de Londres (LIBOR) es la tasa que los bancos se cobran entre sí por colocaciones a corto plazo. Se la emplea a menudo como referencia para deudas con tasa flotante, incluidas muchas obligaciones emitidas por municipios. El índice SIFMA sirve muchas veces de referencia para la tasa variable que les pagan los operadores a los municipios en swaps de tasas de interés.

de factores de riesgo que aumentan a lo largo del tiempo). El principal argumento para vender estos instrumentos era que, cuando la tasa de referencia estaba alta, el pago neto entre ambas partes sería prácticamente cero. Si el banco central recortaba las tasas a corto plazo, la curva de rendimientos probablemente se empujaría porque las tasas a largo plazo no bajarían en la misma proporción. El swap le generaría al municipio una corriente de efectivo. Pero durante la crisis financiera cayeron las tasas tanto a corto como a largo plazo, y la pendiente de la curva se aplanó. No más que en Pensilvania, 27 distritos escolares perdieron supuestamente dinero por este tipo de contrato desde 2006.

Las pérdidas causadas por muchas de estas operaciones de derivados crearon graves problemas en los gobiernos locales.

Una variante compleja de estos swaps es un derivado exótico conocido como “bola de nieve”, que provocó pérdidas en ciudades como Pforzheim, en Alemania, y St. Etienne, en Francia (que también sufrió cuantiosas pérdidas en swaps de divisas en libras esterlinas y francos suizos). El valor de las bolas de nieve también se deriva de la diferencia entre las tasas de interés a corto y a largo plazo, pero en esta variante el pago de un período no puede ser inferior al pago anterior. Eso significa que un movimiento desfavorable de las tasas de interés, por más que sea pasajero, incrementa todos los pagos siguientes hasta el vencimiento del contrato, que puede durar décadas. Es un buen negocio para la parte favorecida, que rara vez resultó ser un municipio.

Un ejemplo de los tres problemas

En Estados Unidos, el condado de Jefferson, en Alabama, intentó hacer tres cosas al mismo tiempo: reducir los costos en intereses, obtener fondos por adelantado y generar un ingreso extra. El condado, con menos de 700.000 habitantes, contrató 17 swaps con un valor nominal combinado de US\$5.800 millones y vencimientos a 39 años. No solo perdió US\$277 millones, sino que aparentemente esas operaciones generaron comisiones excesivas por alrededor de US\$100 millones.

Uno de esos swaps muestra cómo la complejidad puede producir una comprensión asimétrica de la valoración —es decir, un participante sabe más que el otro sobre la transacción— que la distorsiona. El swap en cuestión estaba diseñado para generarle un anticipo de US\$25 millones, más ingreso extra, al condado de Jefferson, que asumió una tasa de interés con un riesgo mayor para obtener ingresos más elevados. Los pagos del swap, basados en principal con un valor nominal de US\$1.880 millones, eran la diferencia neta entre la tasa LIBOR a un mes multiplicada por 0,67% (que pagaría el condado) y la tasa LIBOR a un mes, multiplicada por 0,56%, más 0,49% del principal (que percibiría). La fór-

mula equivale a que el condado pague la tasa LIBOR multiplicada por 0,11% (0,67% menos 0,56%) y reciba un pago fijo de 0,49%.

Dado que las condiciones del contrato estaban expresadas como porcentajes de tasas de interés, la operación es más difícil de comprender. Consideremos el siguiente caso de ingeniería financiera inversa, que supone un vencimiento a 10 años porque ese dato no es de dominio público. Las condiciones son idénticas —y la transacción es más comprensible— multiplicando por 10 las tasas de interés y reduciendo proporcionalmente el principal. En este caso, el condado paga la diferencia de la tasa LIBOR multiplicada por 1,1, multiplicada por US\$188 millones de valor nominal del principal, menos 4,9%. La tasa estándar fija a 10 años de un swap de tasas de interés con referencia a la LIBOR en junio de 2004, cuando se concretó la operación, le habría permitido al condado pagar la tasa LIBOR pura y recibir 5,23% del principal. A la tasa de swaps vigente en ese momento, la LIBOR multiplicada por 1,1 que pagaba el condado habría tenido como contraparte una tasa de 5,75%; es decir, 0,85 punto porcentual más que el 4,90% que percibía.

El operador del swap, por el contrario, recibió estos pagos más altos. Después de pagarle al condado 4,9%, se aseguró un rendimiento prácticamente libre de riesgo de 0,85% sobre un principal de US\$188 millones. En junio de 2004, el valor presente de ese rendimiento hubiera ascendido a US\$125 millones; es decir, el operador le habría pagado un anticipo de US\$25 millones al condado de Jefferson y habría obtenido una utilidad de US\$100 millones. El único riesgo para el operador era el riesgo de “crédito” de que el condado de Jefferson o la contraparte del otro swap no pagaran. El condado, por su parte, tomó una tasa de interés muy riesgosa y con una tasa de rendimiento inferior a la de mercado.

Esta transacción ilustra la venta de derivados complejos y fallas de transparencia fuera de mercados organizado a municipios poco avezados. También muestra cómo se puede redactar un contrato ocultando la dinámica económica fundamental.

Las pérdidas causadas por muchas de estas operaciones de derivados crearon graves problemas en los gobiernos locales. St. Etienne, Pforzheim y el condado de Jefferson tuvieron que bajar el gasto considerablemente, recortando servicios y posponiendo o limitando la inversión pública en infraestructura, lo cual desaceleró la actividad económica real.

Para evitar operaciones que no entienden, los municipios deberían estar obligados a consultar a asesores verdaderamente independientes capaces de analizar el riesgo y efectuar una valoración independiente, pagándoles honorarios fijos, no un porcentaje de la transacción. Los operadores de derivados deberían actuar con responsabilidad fiduciaria, y estar obligados a certificar la idoneidad de las transacciones ante los municipios y asegurar su transparencia. Además, es necesario actualizar las reglas contables de los gobiernos para incluir el uso de derivados en las finanzas municipales. ■

Randall Dodd trabajó como Experto Principal Financiero en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Reducción de la deuda pública



Construcción en Beirut.

Muchos países recortaron drásticamente sus coeficientes de endeudamiento público en el pasado, gracias a las condiciones macroeconómicas favorables. Tal vez no tengan tanta suerte en el futuro

Harald Finger y Azim Sadikov

LA RECESIÓN mundial del año pasado tal vez haya cedido el paso a una recuperación mundial, pero su legado, por lo menos en un aspecto, está aquí para quedarse. En muchos países, la deuda pública como porcentaje del producto interno bruto (PIB) aumentó rápidamente desde el comienzo de la crisis mundial y se prevé que se incrementará aún más en los próximos años porque llevará tiempo reducir los déficits fiscales desde sus altos niveles actuales. Cuando la recuperación esté firmemente arraigada y ya no dependa del apoyo vital de un estímulo fiscal a gran escala, la atención deberá centrarse en reducir la deuda. La experiencia pasada muestra que esto ciertamente puede hacerse, pero esta tarea probablemente será más complicada en el futuro.

Historia de un caso del Oriente Medio

Líbano es un ejemplo de un país que logró reducir considerablemente la relación deuda pública/PIB. Tras varios años de elevados déficits fiscales durante la década de 1990 y de una sucesión de shocks entre principios y mediados de la de 2000, la deuda pública se elevó al 180% del PIB en 2006, uno de los coeficientes de endeudamiento más altos del mundo. Pero a lo largo de los tres años siguientes, Líbano logró reducir ese coeficiente en alrededor de 30 puntos porcentuales, una rápida y notable mejora que pocos habrían previsto en 2006.

¿Cómo lo logró? La historia comienza con un sólido repunte económico. En 2006, la economía de Líbano fue fuertemente golpeada por el conflicto armado con Israel y el prolongado estancamiento político resultante dejó al país sin un parlamento en activo durante más de un año (las tensiones políticas culminaron en luchas callejeras en la primavera de 2008). Pero la economía comenzó a recuperarse en 2007, desvinculándose de manera asombrosa del tenso entorno político. La confianza y —por consiguiente— la actividad económica comenzaron a recuperarse, respaldadas por un nuevo y ambicioso programa de reforma fiscal y la ayuda financiera (limitada) de donantes regionales y occidentales.

El acuerdo de reconciliación política alcanzado en Doha en 2008 por facciones libanesas rivales facilitó un sólido repunte del turismo y la construcción. Líbano recibió cuantiosas entradas de capital hacia el sistema bancario —una señal de la renovada confianza en la economía— que incluso se incrementaron durante la crisis financiera mundial. El PIB real creció a una tasa media anual del 8½% en 2007–09. Aunque el ambicioso programa fiscal de Líbano nunca llegó a implementarse totalmente, el sólido crecimiento, la disciplina fiscal y el respaldo de los donantes se tradujeron en superávits fiscales primarios —que excluyen los pagos de intereses— de 1½% a 3% del PIB durante este período, lo que redujo considerablemente el coeficiente de endeudamiento (aunque la deuda pública sigue siendo elevada, del orden del 150% del PIB).

Muchos otros casos

Líbano no es el único ejemplo: sorprendentemente, muchos países han logrado reducir la relación deuda/PIB de manera sustancial. Desde 1980, 84 economías avanzadas y de mediano ingreso han reducido esta relación en más de 20 puntos porcentuales a lo largo de por lo menos dos años. La reducción media de la deuda fue del 34% del PIB y se prolongó durante cinco años y medio, con un superávit fiscal primario promedio del 2¾% del PIB. El tamaño de la reducción total de la deuda y del saldo primario promedio varía mucho entre los países (véase el gráfico 1).

Los países que han reducido su deuda de manera considerable se clasifican en tres grupos:

- Exportadores de petróleo, que se beneficiaron de una evolución favorable o una expansión de la capacidad de extracción.
- Casos de reestructuración de la deuda, que recibieron apoyo de los acreedores y experimentaron una rápida recuperación económica después de la crisis.
- Otros casos, que lograron reducir su deuda mediante una combinación de políticas de ajuste fiscal impulsadas por los propios países y una dinámica “automática” de la deuda favorable. Esta dinámica incluyó, en general, una combinación de crecimiento económico sólido y tasas de interés relativamente bajas y —en países con deuda denominada en moneda extranjera— una apreciación del tipo de cambio real.

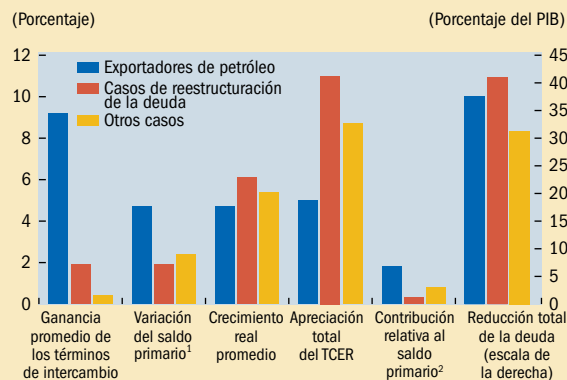
Exportadores de petróleo: Llenar el tanque

No sorprende que los exportadores de petróleo lograran un aumento del saldo fiscal primario mayor que otros países du-

Gráfico 2

Por grupos

Los exportadores de petróleo se beneficiaron de una mejora de los términos de intercambio; los casos de reestructuración de la deuda, de un crecimiento del PIB y una apreciación del tipo de cambio real.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, *Perspectivas de la economía mundial* y estimaciones del personal técnico del FMI; y Banco Mundial, Centro Conjunto de Información sobre Deuda Externa (Joint External Debt Hub, JEDH) e *Informe sobre el desarrollo mundial*.

Nota: TCER = tipo de cambio efectivo real.

¹Durante el período trienal anterior; puntos porcentuales del PIB.

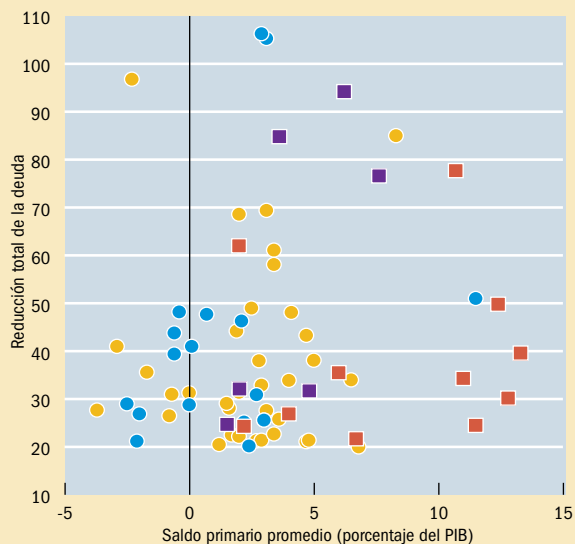
²Relación entre la contribución del saldo primario a la reducción global de la deuda y la contribución de la dinámica automática de la deuda.

Gráfico 1

Un grupo muy variado

El proceso de reducción de la deuda y de ajuste fiscal varió mucho de un país a otro.

(Porcentaje del PIB)



- Exportadores de petróleo solamente
- Exportadores de petróleo y casos de reestructuración de la deuda
- Casos de reestructuración de la deuda solamente
- Ni exportadores de petróleo ni casos de reestructuración de la deuda

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

rante los episodios de reducción de la deuda, porque el fuerte repunte de los precios del petróleo y/o la expansión de la producción aumentó los ingresos fiscales (véase el gráfico 2). La mejora de los términos de intercambio promedio de los exportadores de petróleo fue mucho mayor que la de otros países. Pero estos países consolidaron en menor medida sus gastos primarios, tal vez porque las ganancias inesperadas del petróleo redujeron la urgencia de recortar el gasto. No obstante, solo en este grupo el saldo primario contribuyó más a la reducción de la relación deuda/PIB que la dinámica automática de la deuda como consecuencia de la evolución favorable del crecimiento, las tasas de interés y el tipo de cambio.

Casos de reestructuración de la deuda: Energía renovada

En cambio, en los casos de reestructuración de la deuda —con los acreedores privados o con los del Club de París— el saldo primario contribuyó menos a la reducción global de la deuda que en los demás grupos. En el primer año del episodio de reducción de la deuda, el ajuste fiscal primario fue en promedio ligeramente mayor en los casos de reestructuración de la deuda que en los otros casos (excluidos los exportadores de petróleo), pero a lo largo de todo el período de reducción de la deuda, el panorama es distinto. En los casos de reestructuración de la deuda —a pesar de la contracción del saldo primario en alrededor del 2% del PIB durante estos períodos— los saldos primarios ascendieron, en promedio, solo al 0,7% del PIB, mucho menos que en los exportadores de petróleo (6,4%) y los otros casos (2,8%).

Curiosamente, cabría esperar que los acreedores exigieran mayores superávits primarios a cambio del alivio de la deuda. Pero la dinámica favorable de la deuda impulsada por unas

condiciones del servicio de la deuda más generosas y, en muchos casos, por una rápida recuperación de la economía y una apreciación del tipo de cambio real redujo en forma efectiva la necesidad de un ajuste fiscal primario durante los episodios de reducción de la deuda. De hecho, los casos de reestructuración de la deuda lograron en promedio las mayores reducciones (41% del PIB, frente al 38% en los exportadores de petróleo y 31% en los otros casos), aunque registraron los menores superávits primarios de los tres grupos. Además del alivio de la deuda directo proveniente de las condiciones de la reestructuración, los casos de reestructuración de la deuda también se beneficiaron de un alto crecimiento del PIB (6%) y una apreciación sustancial del tipo de cambio real (11% a lo largo del episodio).

Por lo tanto, aunque sería tentador resolver los problemas de deuda a través de la reestructuración, las crecientes interconexiones financieras convierten esta opción en una solución cada vez más costosa, tanto para el país que la lleva a cabo como para la comunidad internacional a la que está interconectada.

Buscar una salida a la deuda

De los 43 países que no son exportadores de petróleo ni se han beneficiado de la reestructuración de la deuda —especialmente los casos en Oriente Medio y Asia Central (OMAC; véase el gráfico 3)— existe una tendencia a depender en mayor medida de la dinámica automática de la deuda que en los superávits primarios. El monto de la reducción de la deuda varió mucho de un país a otro, pero la mayoría alcanzaron superávits primarios del orden del 2% al 5% del PIB. Para generar este ajuste fiscal primario, los países de ingreso mediano tendieron a basarse por igual en las medidas del ingreso y del gasto, mientras que las eco-

nomías avanzadas tendieron a depender en mayor medida de los recortes del gasto, tal vez porque ya registraban coeficientes de ingresos relativamente altos antes de los episodios de reducción de la deuda.

No obstante, la mayoría de los países de OMAC registraron déficits primarios durante sus reducciones de la deuda (en promedio del 2% del PIB). Por consiguiente, para reducir sus coeficientes de endeudamiento estos países se basaron más que los de otras regiones en la dinámica favorable de la deuda (cuanto más hacia el sudeste de la línea de 45° del gráfico 3 se encuentre el país, mayor es su dependencia de la dinámica automática en relación con la contribución del saldo fiscal primario). En cambio, las economías avanzadas tendieron a basarse en mayor medida en los superávits primarios que en la dinámica automática de la deuda.

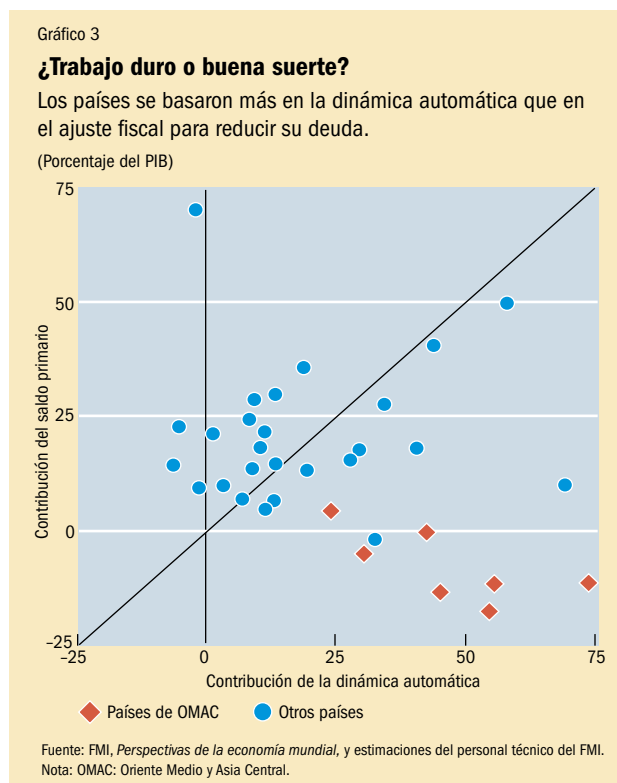
La tendencia a basarse en la dinámica automática de la deuda más que en los superávits primarios fue especialmente pronunciada en los casos con niveles iniciales de deuda más elevados, tal vez porque los países que no pudieron evitar la acumulación de un gran saldo de deuda también tuvieron mayores dificultades para consolidar sus finanzas durante los episodios de reducción de la deuda y, por lo tanto, tuvieron que basarse en mayor medida en las condiciones macroeconómicas favorables. En cambio, los episodios de reducción de la deuda que se basaron en mayor medida en los superávits primarios que en la dinámica automática de la deuda tendieron a ser más sostenidos.

Algunos países podrían verse tentados a utilizar la inflación para buscar una salida a la deuda. En principio, un país que logre crear inflación de una forma que no se refleje plenamente en las tasas de interés podría generar una dinámica de la deuda favorable sin un ajuste excesivo de las políticas fiscales. No obstante, recurrir a una inflación sustancial puede significar una pérdida rápida de credibilidad.

En resumen, los países de mediano ingreso, excluidos los exportadores de petróleo, tendieron a basarse en la dinámica automática de la deuda impulsada por las condiciones macroeconómicas favorables más que en los superávits primarios. Pero se requirió un ajuste significativo del saldo primario para poner en marcha la reducción de la deuda, y los mayores superávits primarios se observan en los episodios de reducción de la deuda más sostenidos. Esto subraya la importancia del ajuste fiscal no solo como elemento para impulsar directamente la dinámica de la deuda sino también para propiciar unas condiciones macroeconómicas favorables que reduzcan la relación deuda/PIB. En las economías avanzadas, la dinámica automática de la deuda desempeñó un papel menos importante y tuvo que basarse en mayor medida en un ajuste fiscal sostenido para reducir la deuda.

Dada la probabilidad de que aumenten las tasas de interés mundiales y de que, según las proyecciones, la recuperación sea relativamente lenta en muchos países que salen de la crisis mundial, tal vez ahora se requerirá un ajuste fiscal mayor que en el pasado. En el caso de Líbano, para seguir reduciendo la deuda se requerirán superávits primarios adecuados, respaldados por reformas estructurales orientadas a mantener el ritmo de crecimiento. ■

Harald Finger es Economista Principal y Azim Sadikov Economista en el Departamento de Oriente Medio y Asia Central.





La escalada de los costos de la energía barata

Instalación petrolera en la Isla de Kharg, en la República Islámica del Irán.

Dominique Guillaume y Roman Zytek

CON EL aumento de los precios del petróleo en los últimos años, los gobiernos de los países productores de petróleo se enfrentan a un dilema importante: ¿deberían permitir que los subsidios nacionales aumentaran para mantener el combustible a precios asequibles para la población o reducir e incluso eliminar los subsidios y dejar que actúen las fuerzas del mercado? Algunos países productores de petróleo, como la República Islámica del Irán, ya han tomado medidas concretas para eliminar los subsidios nacionales.

Si dejan que los precios nacionales de la energía se incrementen al nivel de los precios internacionales, las autoridades económicas de los países productores de petróleo podrían desalentar el derroche en el consumo de energía y obtener ingresos adicionales de las exportaciones de petróleo y gas rentables. El gobierno podría luego redistribuir la mayor parte de los ingresos adicionales derivados del alza de los precios a través de un dividendo del petróleo, lo que generaría apoyo público al incremento de los precios.

No obstante, para ser eficaz, esta reforma deberá ir acompañada de políticas micro y macroeconómicas de apoyo. Si no se aplican estas políticas, un brusco aumento de los precios podría provocar fácilmente disturbios en

las calles (como ha ocurrido en muchos países), dar lugar a altos niveles de inflación y generar mayores pérdidas económicas y malestar social.

Precios de la energía y consumo

Entre 1940 y 1960 y entre los años ochenta y los noventa, cuando los precios internacionales de la energía se mantenían bajos, regalar gasolina, diesel y gas natural a los usuarios nacionales parecía una manera sencilla para los países exportadores de petróleo de distribuir parte de la riqueza nacional de petróleo y gas. Además, el atractivo de la abundante energía barata generó inversión y empleos. Y mientras los precios internos cubrieran los costos de producción de la energía, los subsidios no planteaban ningún problema.

Las cosas han cambiado radicalmente en la última década. Del lado de la oferta, los bajos precios y el exceso de capacidad de los años ochenta y noventa mantuvieron la inversión en la exploración y extracción de petróleo y gas en un nivel bajo. Del lado de la demanda, los bajos niveles de los precios estimularon la demanda mundial. El rápido crecimiento económico de muchos mercados emergentes muy poblados, como China e India, impulsó la demanda a un nivel aún más elevado.

Al sobrepasar el crecimiento de la demanda a la oferta adicional, los precios del petróleo

Eliminar los subsidios nacionales a la energía no es fácil, pero los países exportadores de petróleo que lo hagan saldrán claramente beneficiados

crudo aumentaron de alrededor de US\$17 el barril en 1998 a US\$97, en promedio, en 2008. Ante los altos precios del petróleo, los gobiernos de los países exportadores de petróleo se dieron cuenta de que estaban perdiendo miles de millones de dólares en posibles ingresos fijando precios demasiado bajos por los productos petroleros en sus mercados nacionales.

A escala mundial, al aumentar el precio del petróleo de un promedio anual de US\$29 el barril en 2003 a alrededor de US\$145 el barril en julio de 2008, los subsidios totales al petróleo se incrementaron de US\$54.000 millones en 2003 a un máximo anualizado de US\$518.000 millones a mediados de 2008, de los cuales dos terceras partes correspondieron a los países exportadores de petróleo (gráfico 1). Al mismo tiempo, en los últimos años, la demanda de productos petroleros se ha incrementado a tasas de dos dígitos en los países exportadores de petróleo; mucho más deprisa incluso que en India y China. En cambio, en Estados Unidos, donde los precios reflejan los movimientos del mercado, los precios de

la gasolina casi se triplicaron durante el mismo período, de un promedio de US\$1,64 el galón en 2003 a un promedio de US\$3,21 el galón en 2008, frenando la demanda (gráfico 2).

Costos de la energía barata

La idea de que la energía barata solo aporta beneficios a los usuarios es cada vez más cuestionable. Respirar puede ser perjudicial para la salud en las ciudades de los países productores de petróleo. Además, conducir en un atasco en Cairo, Caracas, Jakarta, Kuala Lumpur, Lagos o Teherán es costoso en términos de tiempo, estrés y pérdidas de productividad e ingresos.

La idea de que la energía barata fomenta el desarrollo es igualmente discutible. Existen datos que muestran claramente que la intensidad de energía aumenta con los subsidios a la energía (gráfico 3). La energía barata desalienta el ahorro de energía y, en aquellos países que producen principalmente para el mercado nacional, impide la producción de bienes de bajo consumo de energía, como coches, que probablemente se adquirirán en los mercados internacionales. Esta incapacidad de competir a nivel internacional frena la especialización y desacelera el crecimiento económico y la creación de empleo.

Por último, los bajos precios de la energía difícilmente pueden respaldarse por razones de equidad social. En última instancia, benefician principalmente a los usuarios que consumen más energía, que suelen ser los más ricos y los que pueden comprar coches grandes y aparatos eléctricos que gastan grandes cantidades de energía.

Para acelerar el crecimiento económico en el sector no petrolero y crear empleos, las autoridades económicas de los países exportadores de petróleo están comenzando a darse cuenta de que deben implementar reformas orientadas a aumentar la eficiencia económica y la competitividad. Estas reformas cuentan con el apoyo de la comunidad internacional. En la cumbre del G-20 de 2009 en Pittsburgh, los participantes acordaron “racionalizar y eliminar a mediano plazo los subsidios inefi-

Gráfico 1

Incremento de los subsidios

Al aumentar el precio de la gasolina en los últimos años, los subsidios a la energía se dispararon, especialmente en los países exportadores de petróleo.

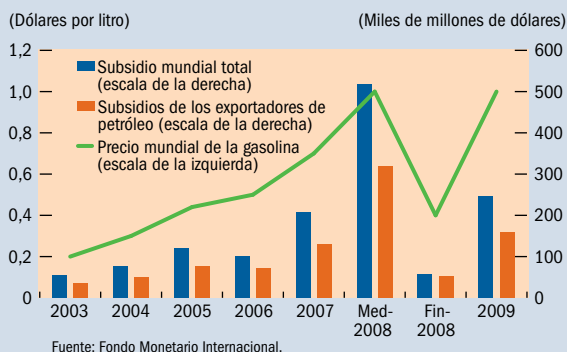


Gráfico 2

Suben los precios, baja el consumo

En Estados Unidos, el consumo de gasolina se ha reducido, mientras que en los países que subvencionan la energía continúa aumentando rápidamente.

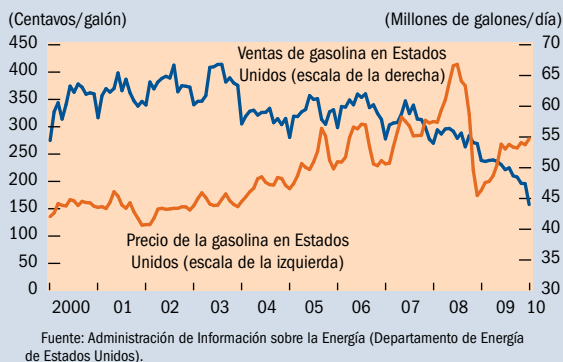
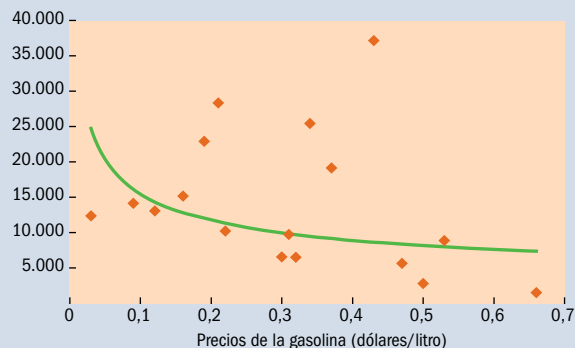


Gráfico 3

Uso de energía en los países que subvencionan la energía

La gasolina barata desalienta la conservación de energía y la producción de productos de bajo consumo de energía.

(Miles de BTU/dólar, nivel de precios de 2000)



Fuentes: Administración de Información sobre la Energía (Departamento de Energía de Estados Unidos) y Banco Mundial, World Development Indicators.

Nota: BTU: Unidades termales británicas.

cientes a los combustibles fósiles que fomentan el derroche en el consumo” y solicitaron a las instituciones financieras internacionales que “apoyen a los países en este proceso”. Varios países exportadores de petróleo están considerando ahora activamente la eliminación de los subsidios a la energía.

Eliminar los subsidios nacionales a la energía implica riesgos. No obstante, la experiencia de los países de Europa oriental muestra que la reforma de los precios de la energía puede tener éxito, si se toman en cuenta varias cuestiones micro y macroeconómicas durante su planificación e implementación (Guillaume y Zytek, 2010).

Justificar e implementar la reforma

Las reformas deben contar con un amplio apoyo del público. Un programa sencillo de transferencias en efectivo para compensar a todos los hogares por el aumento de los precios es fácil de implementar y comprender. Permite seguir ofreciendo la riqueza energética nacional a todos los ciudadanos y al mismo tiempo racionalizar el uso de la energía.

Un elemento importante, aunque menos evidente, de la reforma de los precios de la energía es el ajuste del sector corporativo. Un gran aumento de estos precios en aquellos países en que las empresas se hayan beneficiado de energía muy barata durante décadas requerirá una reestructuración enorme del sector productivo. Los datos muestran que los países que avanzaron rápidamente en la reestructuración corporativa —y que lo hicieron de una manera creíble e irreversible después de liberalizar los precios de la energía— obtuvieron mayores ganancias en términos de eficiencia energética. En cambio, en aquellos países en que la reestructuración empresarial se caracterizó por la renuencia y los retrasos han obtenido peores resultados económicos, experimentando un crecimiento lento y altos niveles de inflación.

El sector corporativo considerará creíble el aumento de los precios de la energía solo si se permite a los proveedores de energía interrumpir el suministro de energía a los usuarios que hayan acumulado atrasos en los pagos. Al mismo tiempo, los usuarios de energía deben poder ajustar sus líneas de productos y precios para utilizar sus ingresos para pagar el consumo de energía en lugar de solicitar nuevos préstamos bancarios o subsidios gubernamentales. Aunque la eliminación de los subsidios a la energía impulsará los costos y los precios al alza, incluidos los de muchos productos de primera necesidad, las autoridades económicas deberían evitar imponer controles para limitar el traspaso de los aumentos de los precios de la energía a los usuarios. En cambio, la aplicación de medidas de apoyo —como los descuentos tributarios o el apoyo en efectivo focalizado para la reestructuración corporativa— podría ayudar a garantizar la rentabilidad proporcionando al mismo tiempo incentivos a las empresas para que adopten tecnología de bajo consumo de energía.

Además, deberá reforzarse la asignación y la supervisión del crédito bancario para asegurar que los bancos no estén obligados a rescatar a empresas ineficientes con préstamos blandos.

Políticas macroeconómicas

Además de las consideraciones microeconómicas, la reforma de los precios de la energía debe estar respaldada por políticas

macroeconómicas adecuadas y coordinadas. Deberán aplicarse políticas fiscales, monetarias y cambiarias transparentes y coordinadas para limitar la volatilidad de los precios y las consiguientes distorsiones del mercado.

Concretamente, además de redistribuir los ingresos derivados del aumento de los precios a los hogares y las empresas, las políticas fiscales gubernamentales deberán orientarse a acumular reservas para proporcionar apoyo temporal a las instituciones importantes desde el punto de vista social, como escuelas e instituciones de atención de la salud, o a los grupos más vulnerables. Sin reservas fiscales, las autoridades económicas probablemente se verán tentadas, reaccionando automáticamente a las presiones políticas, a recurrir al financiamiento cuasifiscal a través del sistema bancario o los controles administrativos, lo que causará distorsiones en la economía y socavará la reforma.

La política cambiaria plantea otro reto, particularmente porque muchos países productores de petróleo con grandes subsidios mantienen tipos de cambio fijos o muy dirigidos. Si el tipo de cambio se mantiene constante en términos nominales, la competitividad se reducirá y se acumularán las presiones políticas a favor de aumentar los aranceles que provocan distorsiones y la protección no arancelaria. Si el tipo de cambio se deprecia o flota sin contar con el apoyo de políticas fiscales y monetarias, podría socavarse la confianza en la moneda nacional, a medida que aumenten las presiones inflacionarias y se amplíe la dolarización.

Una política monetaria restrictiva limitará los efectos secundarios de un aumento del nivel agregado de los precios. Pero la implementación de la política monetaria durante la reforma será difícil, especialmente en aquellos países en que el ajuste de precios requerido es muy grande. Después de todo, esta reforma tiene por objetivo cambiar totalmente la estructura de la economía. ■

Dominique Guillaume es Subjefe de División y Roman Zytek Economista Principal del Departamento de Oriente Medio y Asia Central.

Referencias:

D. Guillaume y R. Zytek, “The Economics of Energy Price Reform in the Islamic Republic of Iran”, IMF Selected Issues Paper, enero de 2010.

Zytek, Roman, “Subsidies in the Islamic Republic of Iran”, IMF Selected Issues Paper, junio de 2008.

FMI LIBROS
La librería del FMI en Internet

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

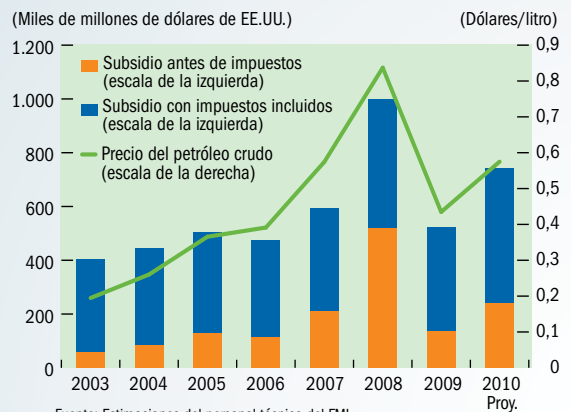
Subsidios al petróleo:

La reducción de los subsidios a escala mundial puede aportar sustanciales beneficios medioambientales y crear espacio fiscal

LOS SUBSIDIOS a los productos petroleros han aumentado en los últimos años. En 2003, los subsidios mundiales al consumo ascendieron a cerca de US\$60.000 millones. A mediados de 2008, se habían octuplicado, hasta US\$520.000 millones. Ante la escalada de los precios mundiales de los combustibles, muchos gobiernos decidieron no trasladar totalmente estos aumentos a los precios internos al por menor, lo que dio lugar a un mayor aumento de los subsidios. Los subsidios se redujeron fuertemente en el segundo semestre de 2008 con la caída de los precios del petróleo, pero volvieron a incrementarse en 2009, y se proyecta que asciendan a casi US\$250.000 millones a finales de 2010.

Pero el subsidio económico real es aun mayor. En principio, los precios de los productos petroleros deberían incluir los impuestos para contribuir a las necesidades de ingresos del gobierno y hacer frente a los daños medioambientales a escala mundial y nacional. Tomando como referencia un impuesto de US\$0,30 el litro, se proyecta que el subsidio mundial "con impuestos incluidos" al consumo ascenderá a US\$740.000 millones a finales de 2010, el 1% del PIB mundial.

Los subsidios a los productos petroleros han vuelto a aumentar con el repunte de los precios internacionales del petróleo.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

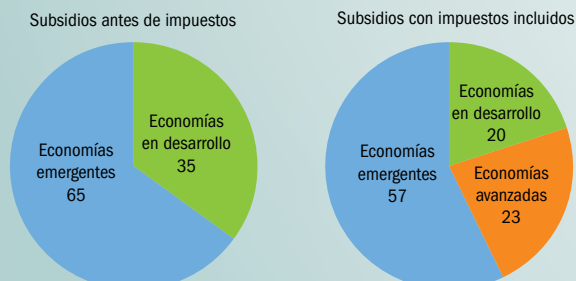
Nota: Las estimaciones se basan en precios a fin de año y el consumo de combustible anual. Las estimaciones de 2008 y 2009 se basan en precios de mediados de año.

¿Quién subvenciona?

Todos los subsidios antes de impuestos se concentran en las economías emergentes y en desarrollo, mientras que las economías avanzadas representan una parte importante de los subsidios con impuestos incluidos. De los subsidios antes de impuestos de US\$250.000 millones en 2010, el 65% corresponde a las economías emergentes y el 35% a las economías en desarrollo. De los subsidios con impuestos incluidos de US\$740.000 millones en 2010, el 57% corresponde a las economías emergentes, el 20% a las economías en desarrollo, y el 23% a las economías avanzadas.

Las economías emergentes y en desarrollo representan el total de los subsidios antes de impuestos, y las economías avanzadas el 23% de los subsidios con impuestos incluidos.

(Porcentaje de los subsidios a los productos petroleros por grupo de países, 2010)



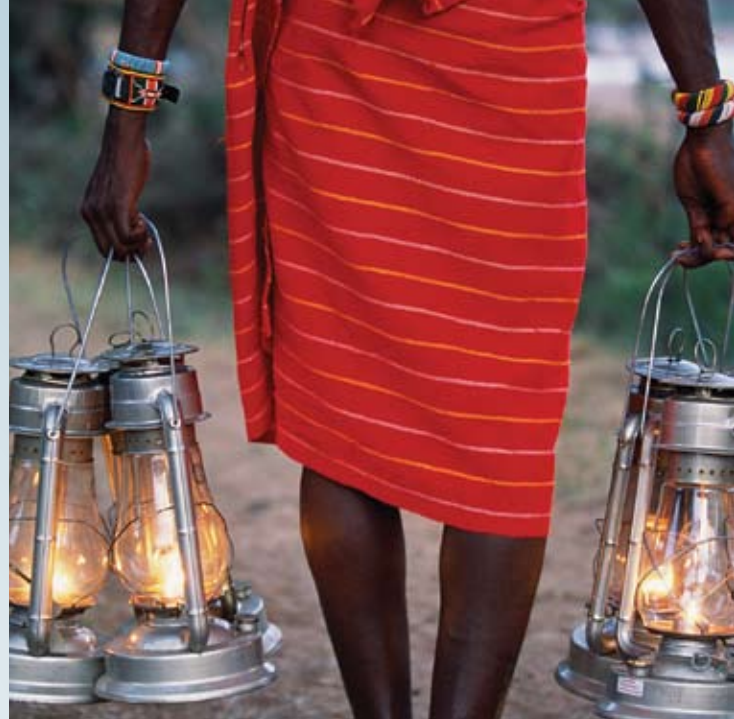
Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.



En alza

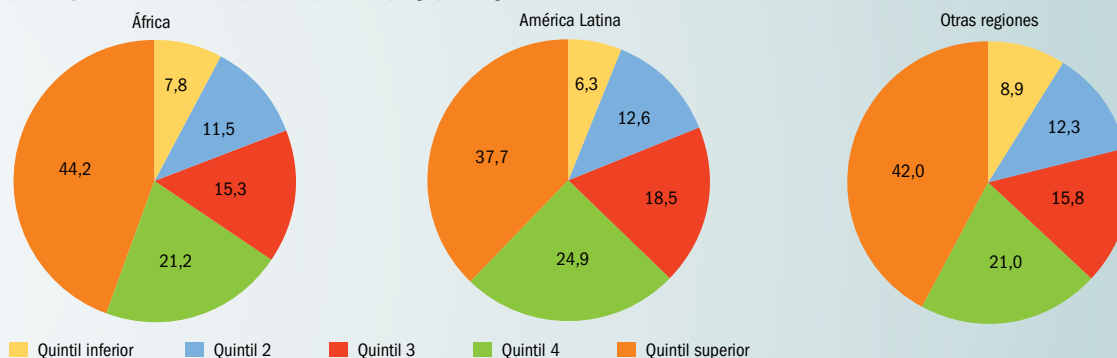
¿Quién se beneficia?

Aunque comúnmente se cree que los subsidios ayudan a los más pobres, la mayor parte del beneficio recae en los hogares de ingresos más altos, que utilizan más productos petroleros. Por ejemplo, en África el 65% de los subsidios a los combustibles beneficia al 40% de los hogares más ricos. Pero la distribución de los subsidios también varía mucho de un combustible a otro. Los beneficios de los subsidios a la gasolina son los más regresivos, dado que más del 80% de los beneficios totales recae en el 40% de los hogares más ricos.



La mayor parte de los beneficios de los subsidios recae en los hogares más ricos.

(Porcentaje de los subsidios a los productos petroleros por grupo de ingreso)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI basadas en promedios de las estimaciones de los países utilizando encuestas de los hogares a nivel de país a lo largo de varios años.

Mejorar las opciones

Muchos países que proporcionaron respaldo fiscal para mitigar los efectos de la crisis económica mundial deben hacer frente ahora a crecientes déficits fiscales. Un recorte a la mitad de los subsidios con impuestos incluidos reduciría el déficit fiscal proyectado promedio en los países que otorgan subsidios en un 1% del PIB. Además, este recorte podría tener beneficios sustanciales para el medio ambiente ya que podría significar una reducción de cerca del 10% de las emisiones de gases de efecto invernadero para 2050.

Sin embargo, la eliminación de los subsidios, incluidos los que no están adecuadamente orientados, podría dañar a los hogares pobres. Las transferencias focalizadas hacia los grupos más necesitados serían una alternativa viable. Por ejemplo, los países podrían eliminar los subsidios a la gasolina y mantener los subsidios al queroseno, que es más importante para los presupuestos de los hogares más pobres. También podría redirigirse el ahorro presupuestario derivado de reducir los subsidios hacia los programas que ayuden mejor a los pobres, como las comidas escolares, las tasas académicas y de salud, y las transferencias en efectivo.

Las campañas de información al público deben hacer hincapié en que los subsidios a los combustibles son ineficientes, inequitativos y costosos. El registro transparente de los subsidios en las cuentas públicas puede impulsar la reforma contribuyendo a que los subsidios compitan con usos más prioritarios de los fondos públicos. Aunque es mejor adoptar un enfoque basado en un mercado liberalizado para fijar los precios del petróleo, los países pueden adoptar un mecanismo automático (un sistema que ajuste los precios regularmente conforme a las variaciones de los precios internacionales) mientras desarrollan un sistema de oferta competitivo y medios eficaces de regulación. Un mecanismo bien diseñado puede evitar fuertes aumentos de los precios al por menor a corto plazo incorporando al mismo tiempo las variaciones de los precios a mediano plazo y controlando la volatilidad fiscal. ■

Preparado por Benedict Clements, David Coady y John Piotrowski. El texto y los gráficos se basan en Petroleum Product Subsidies: Costly, Inequitable, and Rising, FMI, 2010. El informe puede consultarse en www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1005.pdf

Los fondos soberanos de inversión en el nuevo entorno

Planta petrolera en Jubail, Arabia Saudita.

Mohamed A. El-Erian

Las compañías estatales de inversiones están bien preparadas para aprovechar nuevas oportunidades y enfrentar nuevos riesgos a medida que la crisis financiera mundial vaya remitiendo

LOS FONDOS soberanos de inversión, fundamentalmente las entidades estatales de inversiones que tienen horizontes a largo plazo, son algunos de los inversionistas mejor preparados para operar en los mercados financieros después de la crisis mundial. Sin embargo, estos fondos también se enfrentan a posibles retos para trazar su rumbo a través de lo que probablemente sea un reajuste movido de la economía mundial durante varios años.

La manera en que los fondos soberanos de inversión hagan frente a estos desafíos será una prueba de su eficacia para invertir la riqueza nacional en beneficio de las generaciones actuales y futuras. También afectará a sus contribuciones a la estabilización de una economía mundial fluida que durante varios años experimentará importantes cambios en las fuerzas sistémicas del crecimiento, el empleo, la riqueza y la creación de bienestar.

En este artículo se consideran tres temas clave: la situación de los fondos soberanos de inversión antes de la crisis financiera

mundial, su situación actual y las implicaciones futuras.

Al estallar la crisis

Tres factores principales definieron la situación en que se encontraban los fondos soberanos de inversión como grupo antes de la fase más aguda de la reciente crisis financiera mundial y de los shocks sociopolíticos y económicos que afectaron a todas las regiones del mundo:

- En consonancia con las características de su “capital paciente” y su orientación a largo plazo, los fondos soberanos de inversión adoptaron gradualmente un enfoque de inversión más audaz, que incluyó una exposición considerablemente mayor al riesgo de capital y de liquidez.

- Los fondos mostraban un mayor conocimiento de la sensibilidad de algunos países industriales a la participación extranjera en los activos físicos nacionales. Como resultado de ese conocimiento, se acordó un conjunto de principios de carácter volunta-

rio (denominados los Principios de Santiago) que hacen hincapié en el establecimiento de estructuras de gobierno transparentes y adecuadas, de requerimientos de regulación e información, y de enfoques de gestión del riesgo y de inversión basados en prácticas comerciales.

- Operaban en un entorno interno muy favorable impulsado por el auge del crecimiento económico interno, la gran acumulación de reservas internacionales y la fácil disponibilidad de crédito.

Cada uno de estos factores se consideró compatible con unos objetivos de rendimientos ajustados por riesgo más altos a lo largo del tiempo. También reflejaban la opinión generalizada en ese momento, tanto en el sector público como en el privado, de que la economía mundial atravesaba un período de “gran moderación” persistente y cíclica, al que algunos denominaron “Ricitos de Oro” (“ni muy caliente, ni muy frío”).

Como en casi todos los sectores económicos y financieros, la contracción de la liquidez mundial y del crédito que siguió a la quiebra del banco de inversión de Wall Street, Lehman Brothers, en septiembre de 2008 pilló por sorpresa a los fondos soberanos de inversión en su conjunto. Prácticamente de un día para otro, y a medida que los mercados se paralizaban, los inversionistas de todo el mundo se vieron golpeados por una revalorización de todos los factores de riesgo, en particular la liquidez. En consecuencia, los mercados mundiales experimentaron bruscas fluctuaciones, en grado diverso, pero apreciable.

Dado que el centro de la tormenta se ubicaba en el sector de los servicios financieros mundiales, las tenencias directas de los fondos soberanos de inversión en las compañías financieras se vieron sujetas a presiones particularmente intensas. Por otra parte, en vez de seguir recibiendo nuevas entradas de capital, algunos fondos soberanos de inversión se vieron obligados a respaldar a otras entidades nacionales (y, en algunos casos, regionales) que debían hacer frente a necesidades agudas y repentinas de efectivo.

Los rendimientos de la inversión desaparecieron

Como resultado de esa situación, los fondos soberanos de inversión se enfrentaron a un cambio radical durante el período de seis meses que concluyó en marzo de 2009: los rendimientos de la inversión se tornaron drásticamente negativos; la gestión del efectivo, las garantías y las contrapartes se convirtieron en prioridades aún más importantes para la gestión del riesgo; surgieron algunas presiones aisladas de liquidez, y se aplazaron las principales decisiones estratégicas hasta que pudiera determinarse más claramente el rumbo del sistema financiero mundial.

A nivel más general, la paralización de los mercados mundiales interrumpió la evolución a largo plazo de la gestión de activos y pasivos en las economías emergentes. Algunas de estas economías prefirieron esperar y ver más claramente los cambios en la economía mundial antes de iniciar las etapas siguientes de su propia evolución, que en muchos casos implicaban cambios importantes en la gestión de sus economías (como la sustitución de los controles directos por una mayor dependencia de los instrumentos indirectos).

También cambió la manera en que muchos países industriales percibían a los fondos soberanos de inversión. Concretamente, algunos países que en el pasado habían recomendado a estos fondos que no tomaran una participación directa en las empresas nacionales comenzaron a promover activamente las inversiones de estos fondos para contrarrestar el impacto sumamente negativo del desapalancamiento del sector privado en el país. La situación cambió radicalmente. Se buscaba el apoyo de los fondos soberanos de inversión para recapitalizar las empresas en dificultades.

Los fondos soberanos de inversión hoy

¿Cuáles son los principales problemas a los que se enfrentarán los fondos soberanos de inversión a medida que la crisis financiera mundial vaya remitiendo? Para responder a esta pregunta hay que examinar con detalle la situación actual de la economía mundial y los cambios que podrían producirse.

Algunos fondos soberanos de inversión ya han avanzado mucho en la formulación e implementación de asignaciones de activos basadas en las expectativas con un enfoque mundial.

Gracias a una enorme inyección de liquidez y de capital del sector público, el sistema financiero mundial comenzó a estabilizarse en 2009. Los principales mercados financieros comenzaron a funcionar con normalidad; las empresas pudieron recuperar el acceso a nuevos fondos a través de la emisión de bonos; y se restableció la confianza en una pequeña gama de relaciones de contraparte.

El sistema financiero mundial ha podido superar el paro cardíaco que sufrió el 15 de septiembre de 2008, el día de la quiebra de Lehman Brothers. Esto se logró gracias a la adopción de medidas creativas y audaces de política económica.

No obstante, dada la gravedad de la crisis financiera mundial de 2008–09, estas medidas no fueron suficientes para contrarrestar totalmente los daños ocurridos en algunos sectores de la economía mundial. El crecimiento económico y el comercio internacional se vieron afectados, el desempleo aumentó drásticamente y, a diferencia de lo ocurrido en crisis anteriores, los países industriales se vieron particularmente golpeados. La aplicación de medidas audaces también entrañó, inevitablemente, algunos riesgos y consecuencias imprevistas. Las consideraciones no comerciales comenzaron a afectar al funcionamiento y a la valoración de algunos mercados importantes, como el segmento de los títulos con garantía hipotecaria de Estados Unidos. Los balances de los bancos centrales se expandieron considerablemente debido a la adquisición de activos del sector privado. La deuda pública aumentó drásticamente debido al enorme incremento del gasto público para apuntalar la economía y a

la reducción de los ingresos tributarios. Estos elementos generadores de daños colaterales se han convertido en importantes fuerzas impulsoras de los mercados y las economías. Véase, por ejemplo, lo que ocurrió en Europa, donde la crisis de la deuda se transformó en varios shocks regionales que han requerido la aplicación de un enorme programa de medidas de política respaldado por la Unión Europea y el Banco Central Europeo con la ayuda del Fondo Monetario Internacional.

La crisis financiera mundial ha dado paso a una nueva etapa en los shocks sucesivos y plurianuales de los balances. Las inquietudes sobre el sector privado han sido remplazadas por mayores temores con respecto a los balances del sector público de los países industriales, y con razón. El riesgo soberano está en juego. La regulación está en un estado de cambio. La integridad de las instituciones clave está sujeta a presiones. Y los altos niveles de desempleo estructural son un problema económico, político y social.

El nuevo entorno

El fuerte aumento del endeudamiento público, en términos absolutos y como porcentaje del producto interno bruto, es un elemento importante de lo que en PIMCO denominamos el “nuevo entorno”. Aunque aún es demasiado pronto para predecir los distintos componentes de este nuevo entorno, algunos elementos ya son visibles. En los próximos cinco años se producirán cambios importantes que probablemente incluirán los siguientes:

- Una reducción de la tasa tendencial del crecimiento de las economías que apuestan fuerte en el sector financiero.
- Tasas altas y persistentes de desempleo en los países industriales.
- Un cambio drástico en las actividades del mercado que parece apuntar a una mayor participación del gobierno.
- Divergencias profundas entre los países del centro y los de la periferia, principalmente en la zona del euro.
- Un reducción significativa de los riesgos en las actividades y en los balances de los bancos impulsada por la regulación.

En general, la crisis financiera mundial de 2008–09 marcó un final drástico de la gran era del desapalancamiento, el crédito y el derecho al endeudamiento: un período en el cual la gente sintió que tenía el derecho a efectuar grandes compras sobre la base del ingreso esperado en un futuro lejano y las expectativas de una fuerte apreciación de los precios.

En este nuevo entorno seguirán reduciéndose las distinciones entre las economías industriales y las emergentes. También es probable que se produzca un cambio gradual en la caracterización analítica de Estados Unidos: de una economía que opera esencialmente como una gran economía cerrada a otra más susceptible a la evolución en el resto del mundo.

La crisis financiera mundial también ha socavado la posición y la credibilidad del modelo económico anglosajón que hace hincapié en la liberalización, la desregulación, la interconectividad y los mercados sin restricciones. Este modelo contribuyó en gran medida a la convergencia mundial. Dado que no existe una alternativa a este modelo, las mayores presiones en el nuevo entorno podrían eliminar, o incluso revertir, algunos aspectos de la globalización.

Implicaciones para los inversionistas estatales

Conjuntamente, estos factores constituyen un cambio importante en el panorama operativo de los inversionistas mundiales, incluidos los fondos soberanos de inversión. Exigirán la actualización de las estrategias de inversión y de gestión del riesgo, así como de otras estrategias operativas y de negocios.

Los fondos soberanos de inversión se encuentran en una posición ventajosa a la hora de operar en el nuevo entorno: su capital paciente y estable y la orientación a largo plazo de sus objetivos de inversión los coloca en una posición excelente para ser los primeros en actuar. Lo que cabe preguntarse es si están dispuestos a hacerlo. Las exigencias sobre los procesos operativos pondrán a prueba la capacidad de respuesta de las estructuras de los fondos soberanos de inversión, la solidez de sus procesos de inversión y la eficacia de sus actividades de comunicación internas y externas.

Las *estructuras de gobierno* deberán responder a cambios cíclicos y persistentes, pasando oportunamente de una posición “defensiva” a otro “ofensiva”.

Al nivel más fundamental, las instituciones deberán recibir indicaciones generales precisas de los órganos directivos, de manera que los gestores de los fondos soberanos de inversión puedan asignar sus activos en función de sus expectativas a largo plazo y en base a una gestión adecuada de los activos, la liquidez, la contraparte y las garantías.

Además, los marcos para la gestión holística del riesgo deben complementar la diversificación convencional en distintas clases de activos con una gestión focalizada y eficaz en función de los costos de los casos extremos (*tail risks*).

Los órganos directivos de los fondos soberanos de inversión deberán basarse en los gestores y el personal que están equipados con los análisis de expectativas y la tecnología. También deberán contribuir en mayor medida a proteger a los fondos soberanos de inversión de las presiones a favor de respaldar las actividades no comerciales a nivel nacional, regional e internacional.

No pueden establecerse estructuras eficaces que regulen los ámbitos clave de la *gestión de inversiones* de un día para otro. Deberán intensificarse los esfuerzos para establecer procesos que puedan desarrollar de manera dinámica los marcos necesarios y, por lo tanto, asegurar unas decisiones de inversión caracterizadas por un grado relativamente alto de convicción y fundamento.

Para operar de manera eficaz en este nuevo entorno se requiere, en primer lugar, una posición defensiva firme en forma de una gestión prudente del efectivo, la liquidez, la contraparte y las garantías.

Como señala de manera ejemplar Donald Sull (Sull, 2009) de la London Business School en su detallado estudio, en el nuevo entorno también se requerirá *capacidad de adaptación y agilidad institucional*.

En teoría, los fondos soberanos de inversión tienen una capacidad de adaptación y una agilidad mucho mayor que otros inversionistas. Por ejemplo, al no tener el sesgo nacional que obliga a muchos inversionistas a operar principalmente en valores nacionales, algunos fondos soberanos de inversión ya han avanzado mucho en la formulación e

implementación de asignaciones de activos basadas en las expectativas con un enfoque mundial. Estas consideraciones no deben pasar por alto que los fondos soberanos de inversión operan en un contexto sociopolítico complejo, en el país y en el exterior. Por lo tanto, deben tener la confianza de sus patrocinadores políticos y de la sociedad en general.

La comunicación se considera un elemento esencial para asegurar la aceptación del público en épocas buenas y malas. La crisis financiera mundial ha puesto de relieve la importancia de establecer un entorno adecuado para que los políticos y otros grupos puedan evaluar la situación de las carteras de los fondos soberanos de inversión. Esto requiere un mayor grado de divulgación de información que en el pasado, y varios fondos soberanos de inversión ya han redoblado sus esfuerzos en este sentido.

El establecimiento de mecanismos regulatorios y de comunicación adecuados ayudará a reducir el riesgo de que los grupos de intereses influyan de manera inadecuada en los fondos soberanos de inversión. Lo esencial es divulgar la información sobre los objetivos, la estrategia global y los indicadores de la evaluación a mediano plazo de manera oportuna y con mayor claridad.

Actualización necesaria

Después de la crisis financiera mundial, el mundo se encuentra en medio de importantes shocks cíclicos y de reajustes persistentes. El nuevo entorno requerirá una actualización de casi todos los segmentos de la economía mundial.

Aunque no pudieron evitar totalmente la crisis financiera mundial, los fondos soberanos de inversión se han recuperado bien y están preparados para operar en el nuevo entorno. De hecho, su capital paciente y la orientación a largo plazo de sus objetivos de inversión son el mejor conjunto de características que deberían tener prácticamente todos los inversionistas mundiales.

No cabe suponer ni mucho menos que los fondos soberanos de inversión puedan aprovechar automáticamente su ventaja. El éxito requerirá mejorar continuamente la capacidad de respuesta institucional de los fondos soberanos de inversión a los desafíos que se planteen en el ámbito de la gestión de gobierno, los procesos de inversión y la comunicación.

Estos avances no serán fáciles de lograr. Es posible que alejen a algunos de estos fondos del entorno operativo al que están acostumbrados, y entrañan riesgos. No obstante, dada la magnitud de los cambios de la economía mundial ahora y en el futuro, la alternativa tradicional de funcionar como de costumbre plantearía aun mayores riesgos. ■

Mohamed A. El-Erian es Director Ejecutivo y Co-Director de Inversión de la empresa mundial de gestión de inversiones PIMCO. En este artículo se expresan las opiniones del autor, pero no necesariamente las de PIMCO.

Referencia:

Sull, Donald, 2009, *The Upside of Turbulence: Seizing Opportunity in an Uncertain World* (Londres: Harper/Collins Press).



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

Solicítelo dirigiéndose a www.imfbookstore.org/glossaries



Oferta y demanda

El resultado clave de la interacción entre compradores y ofertantes es el precio

Irena Asmundson

DOS o tres palabras. Eso basta para que a uno se le acelere el pulso. En la revolución francesa fueron “libertad, igualdad, fraternidad”; en una buena relación suele ser un “te amo”; y en la declaración de independencia de Estados Unidos fueron “vida, libertad, felicidad”. Para muchos economistas, las palabras mágicas suelen ser “oferta, demanda, precio”.

En toda transacción de compra y venta de un bien o servicio, el precio lo determinan la oferta y la demanda, que a su vez dependen de la tecnología y el entorno en el que se desenvuelven las personas. Un caso extremo sería el de un mercado con numerosos vendedores y compradores prácticamente idénticos (por ejemplo, el mercado de bolígrafos), mientras que el otro extremo sería el de un mercado con un vendedor y un comprador (por ejemplo, un trueque de una mesa por un acolchado).

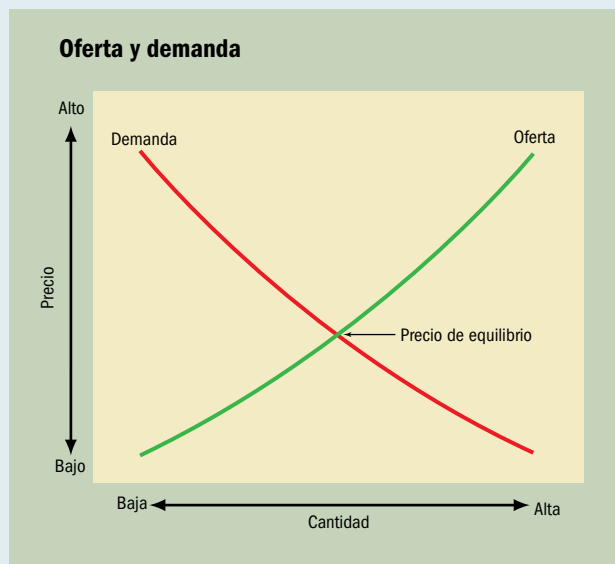
Competencia perfecta

Los economistas tienen modelos para explicar varios tipos de mercados. El más básico es el de la *competencia perfecta*, en el que abundantes compradores y vendedores idénticos de un mismo producto participan sin costo alguno y sin barreras que impidan el ingreso de nuevos ofertantes. En este caso, ninguna de las dos partes influye en los precios; ambas aceptan el precio establecido por el mercado, y el precio de equilibrio es aquel en que no hay excesos ni de oferta ni de demanda. Los ofertantes producirán mientras puedan vender el producto a un precio que exceda el costo de elaborar una unidad más (costo marginal de producción). Los compradores comprarán mientras la satisfacción derivada del consumo sea mayor que el precio pagado (utilidad marginal de consumo). Si los precios suben, más ofertantes querrán entrar al mercado y la oferta aumentará hasta alcanzar un nuevo precio de equilibrio. Si los precios bajan, los ofertantes que no pueden cubrir sus costos abandonarán el mercado.

Las cantidades que los ofertantes están dispuestos a producir a cada precio se agrupan en una ecuación denominada *curva de oferta*. Cuanto más alto sea el precio, mayor será la cantidad producida, y los compradores en cambio comprarán más de un producto cuanto más bajo sea su precio. La ecuación que describe las cantidades que se compran a cada precio se llama *curva de demanda*.

Ambas curvas pueden trazarse en un gráfico, con los precios en el eje vertical y las cantidades en el horizontal. La oferta suele tener una pendiente ascendente: al subir los precios, los ofertantes producen más. La pendiente de la demanda suele ser descendente: cuanto más altos los precios, menor el consumo. El punto de intersección de las dos curvas representa el precio de equilibrio, o el precio en que la demanda y la oferta son iguales (véase el gráfico).

Los precios pueden variar por muchas razones (tecnología, preferencias de consumo, condiciones meteorológicas). La relación entre la oferta y la demanda de un bien (o servicio) y las fluctuaciones de precio se llama *elasticidad*. Los bienes inelásticos son relativamente insensibles a las variaciones de precio, mientras que los elásticos son muy susceptibles al precio. Un ejemplo clásico de un bien inelástico (al menos a corto plazo) es la energía. La gente necesita energía para transportarse y calentar sus hogares. A corto plazo puede ser difícil o imposible conseguir automóviles o casas que consuman menos energía. La demanda de muchos otros bienes, en cambio, es muy sensible al precio. Un ejemplo son los filetes de res; si el precio de estos sube, los consumidores pueden



optar de inmediato por un corte más barato u otro tipo de carne. Los filetes de res son un bien elástico.

Pero la mayoría de los mercados son imperfectos, es decir, no tienen un número ilimitado de compradores y vendedores de productos prácticamente idénticos y con información perfecta. La antítesis de la competencia perfecta es el *monopolio*, que ocurre cuando hay un solo productor de un bien de difícil sustitución. El ofertante monopolista no acepta el precio de mercado sino que lo fija. (El caso opuesto es el *monopsonio*, que ocurre cuando hay un solo comprador, por lo general el Estado, y muchos ofertantes).

Barreras a la competencia

En los monopolios, barreras naturales o jurídicas suelen impedir el ingreso de posibles competidores al mercado. Los servicios públicos, por ejemplo, tienden a ser monopolios. No sería eficiente que dos empresas de agua manejaran las cuencas, negociaran derechos de uso y tendieran tuberías. Pero en este caso los consumidores están obligados a comprarle al monopolio, a precios quizás inasequibles para algunos. Por lo tanto, los gobiernos normalmente regulan estos monopolios para garantizar que no abusen de su poder fijando precios exorbitantes. A cambio de ser el único proveedor, la empresa puede estar obligada a prestar un servicio universal mínimo o limitar los precios, pero en un nivel que le permita recuperar los costos fijos.

Los monopolistas no pueden despreciar por completo la demanda, que aun en este caso varía con el precio. La diferencia está en que, bajo la competencia perfecta, un productor explota solo una parte de la demanda total, mientras que el monopolista se beneficia de la curva de demanda de todo el mercado. Sin regulación, el monopolista puede producir la cantidad que maximice sus utilidades, casi siempre a un precio más alto y en menor volumen que en un mercado de competencia perfecta.

En competencia perfecta, una empresa con costos más bajos puede bajar sus precios y ampliar su clientela para compensar los ingresos que no percibe con su nivel corriente de ventas. Supongamos que una empresa gana 5 centavos por unidad vendiendo 1.000 unidades —o US\$50— en un mercado de 100.000 unidades. Si al bajar el precio 1 centavo puede vender 1.000 unidades más, la utilidad será de US\$80 con ventas de 2.000 unidades.

Un solo vendedor

Pero un monopolista controla todas las ventas; en este caso, 100.000 unidades a 5 centavos por unidad, con utilidades de US\$5.000. A un menor precio las ventas podrían aumentar, pero probablemente no lo suficiente para compensar los ingresos no percibidos con el nivel vigente de ventas. Supongamos que bajando el precio (y la utilidad por venta) 1 centavo la demanda aumenta en 1.000 unidades. Los ingresos aumentarían en US\$40, pero también se perdería 1 centavo de utilidad por cada una de las 100.000 unidades que se vendían, o US\$1.000.

En un monopolio, los precios y las utilidades son mayores que en competencia perfecta y la oferta suele ser menor. Hay otros tipos de mercados en que compradores y vendedores tienen más poder que en la competencia perfecta pero menos que en un monopolio. En esos casos, los precios son más altos y la producción es más baja que en la competencia perfecta.

La oferta y la demanda también pueden depender del producto. En una competencia perfecta, todos los productores fabrican y los compradores buscan el mismo producto, o sustitutos aproximados. En un monopolio, la sustitución no es fácil, pero la variedad permite la sustitución entre tipos. Por ejemplo, el mercado de tomates no se limita a la intermediación entre compradores y vendedores de un tomate idealizado. Los consumidores buscan distintos tipos de tomate

En un monopolio, los precios y las utilidades son mayores que en competencia perfecta y la oferta suele ser menor.

y los productores pueden responder a eso. Los nuevos productores pueden entrar en el mercado utilizando tecnología conocida pero introduciendo nuevas variedades. La capacidad de los productores para fijar precios es limitada cuando los mercados son competitivos y los productos diferenciados. Las variedades de productos pueden sustituirse entre sí, aunque sea imperfectamente, de manera que los precios no pueden ser tan altos como en los monopolios.

Un monopolio temporal

Los problemas surgen cuando es caro crear las características distintivas de los productos pero es barato reproducirlas, como en el caso de los libros, los medicamentos o el software. Escribir un libro puede ser difícil, pero su reproducción tiene un costo marginal bajo. Si un libro tiene éxito en el mercado, los competidores querrán vender copias a menor precio que la casa editora. Para permitir la recuperación de los costos fijos, los gobiernos suelen otorgar derechos de autor al escritor y a la editorial, es decir, un monopolio temporal. El precio es mayor que el costo marginal de producción, pero los derechos de autor incentivan a los escritores y editores a seguir lanzando libros al mercado para alimentar la oferta futura.

Estas estructuras de mercado representan algunas de las formas en que la oferta y la demanda varían según el contexto. Las tecnologías de producción, las preferencias de consumo y las dificultades de intermediación son factores que influyen en los mercados y que, juntos, inciden en el precio de equilibrio. ■

Irena Asmundson es Economista en el Departamento de Estrategia, Política y Evaluación del FMI.

Buscar la estabilidad

Europa oriental pasó de una etapa de auge de diez años a una profunda caída, y ahora debe determinar cómo retomar un crecimiento más estable

Centro Histórico de Varsovia, Polonia.

Bas B. Bakker y Anne-Marie Gulde

EUROPA oriental creció muy rápidamente durante los 15 años que precedieron a la crisis económica mundial (gráfico). En el proceso de transición de una economía de planificación centralizada a una economía de mercado, la mayoría de los países redujeron mucho la brecha entre sus niveles de ingreso y los de Europa occidental. Hubo obstáculos durante la transición, pero la mayoría se sortearon bien.

Es decir, hasta ahora. En 2009, el rápido crecimiento de la región se interrumpió bruscamente y la mayor parte de los países entraron en una profunda recesión. El producto interno bruto (PIB) de la región se contrajo un 6%, comparado con el crecimiento de casi 7% en 2007, el último año completo antes de la crisis. Pero no todos los países fueron golpeados de manera igualmente fuerte. En dos países, Albania y Polonia, no hubo recesión, mientras que en Letonia el PIB cayó un 18% y en Lituania y Ucrania un 15%.

La recesión parece llegar a su fin. Las exportaciones han repuntado, y la demanda interna muestra indicios de estabi-

lización. Casi todos los países registrarán un crecimiento positivo del PIB este año. Ahora las autoridades económicas deben responder a dos preguntas importantes: ¿qué impulsó el ciclo de auge y caída? y ¿cómo puede la región retomar un crecimiento más sostenible?

¿Siempre estuvo el auge abocado al fracaso?

La teoría económica predice que el capital debería fluir de los países más ricos a los más pobres. Esto es lo que pasó en Europa oriental, donde los países con salarios bajos, relaciones capital/trabajo bajas y poblaciones bien capacitadas, se convirtieron en un destino atractivo para los inversionistas externos. Las bajas tasas de interés en Europa occidental reforzaron ese atractivo. A partir de 2003, los bancos de Europa occidental comenzaron a invertir activamente en los mercados en expansión de Europa oriental, y en la competencia resultante, las condiciones de crédito se volvieron menos restrictivas y se generó un crecimiento desequilibrado. Las afluencias de capital se canalizaron principalmente hacia algunos sectores, como el sector inmobiliario, la construcción y la banca, que no producían bienes transables, lo que impulsó la demanda interna pero no la oferta.

Además, una gran parte del crédito se otorgó en moneda extranjera, lo que generó grandes riesgos en los balances de los prestatarios que percibían ingresos en moneda nacional y debían dinero en otra moneda. En la mayoría de los casos, las subsidiarias de los bancos extranjeros, financiadas por la casa matriz, fueron la principal fuente del rápido crecimiento del crédito.

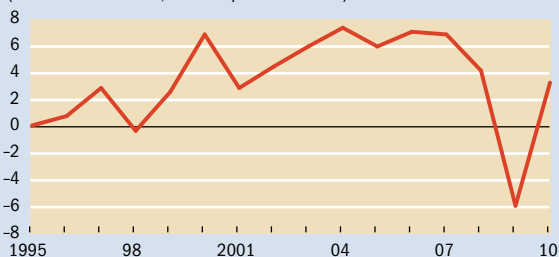
En 2008 varios países registraban abultados déficits en cuenta corriente (en Bulgaria y Letonia ascendieron a un nivel máximo de alrededor del 25% del PIB), altos niveles de deuda externa, un rápido aumento de los salarios y una aceleración de la inflación.

El crecimiento desequilibrado no fue un problema en todos los países. En algunos países, como la República Checa y la República Eslovaca, el crecimiento del crédito fue más moderado; la concesión de crédito en moneda extranjera fue escasa, las economías no se recalentaron demasiado y se restringió el crecimiento de los salarios. En Polonia, los desequilibrios fueron menores porque el auge del crédito comenzó más tarde.

En una situación difícil

Tras una década de crecimiento económico sólido, las economías emergentes de Europa entraron en una profunda recesión en 2008, pero la situación parece estar mejorando.

(Producto interno bruto, variación porcentual anual)



Fuente: Base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI.

Nota: El grupo de economías emergentes de Europa comprende Albania, Belarús, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Estonia, la Federación de Rusia, Hungría, Letonia, Lituania, Macedonia, Moldova, Montenegro, Polonia, la República Checa, la República Eslovaca, Rumanía, Serbia, Turquía y Ucrania.

En el otoño de 2008, las afluencias de capital se interrumpieron bruscamente. En medio de la turbulencia financiera mundial que siguió a la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, la aversión al riesgo aumentó fuertemente a escala mundial, los precios de las acciones se desplomaron y se agotó el crédito en los mercados interbancarios. Los bancos de las economías avanzadas se vieron sometidos a fuertes presiones de liquidez y prácticamente interrumpieron la concesión de nuevos préstamos e incluso se deshicieron de activos.

La disminución de las entradas de capital causó una fuerte caída de la demanda interna. En muchos casos, prácticamente se interrumpió la concesión de nuevos créditos. La demanda interna se contrajo en la mayoría de los países que anteriormente registraron los mayores aumentos de la demanda interna, los más abultados déficits en cuenta corriente y los mayores incrementos de la relación crédito/PIB.

La recesión se agravó debido a la caída de las exportaciones. Los principales socios comerciales de las economías emergentes de Europa también se encontraban en recesión. Al contraerse la demanda interna y las exportaciones, en muchos países la caída del PIB superó con creces la registrada en anteriores crisis.

Estabilización

Con todo, se evitó el colapso económico y financiero total que algunos temieron. No hubo corridas bancarias, y —a diferencia de muchas economías avanzadas— los gobiernos no tuvieron que intervenir para rescatar a todo el sistema bancario. Tampoco se produjo el colapso de ningún régimen de tipo de cambio fijo, como solía ocurrir en crisis anteriores en las economías emergentes.

Gran parte de esto obedeció a la implementación decisiva de medidas de política interna, pero el respaldo internacional desempeñó un importante papel estabilizador. En varios países, el FMI intervino, conjuntamente con la Unión Europea (UE) en los países miembros de la UE. Otras instituciones financieras internacionales, como el Banco Mundial y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo participaron en el programa, y en algunos casos se aseguraron compromisos financieros de otros países europeos.

De cara al futuro

La recuperación en Europa oriental parece cobrar fuerza. Las exportaciones están repuntando y la demanda interna muestra indicios de estabilización. El FMI prevé que la región crecerá un 3,3% en 2010.

Sin embargo, las economías emergentes de Europa no pueden volver a funcionar como lo hacían antes. El crecimiento futuro debe depender más de las entradas de capital hacia el sector de bienes transables y menos de las entradas hacia el de bienes no transables. Las exportaciones se están recuperando, pero la demanda interna probablemente se mantendrá débil dado que los consumidores siguen frenando el consumo para pagar deuda.

Los sectores privados de los países que experimentaron el auge deben desarrollar nuevos mercados para la exportación de bienes manufacturados y servicios, lo que requerirá reestructurar sus economías. No es una tarea sencilla, pero puede lograrse.

La reestructuración se verá respaldada por las señales del mercado que variarán a medida que se contraigan las ganancias en el sector de bienes no transables y los inversionistas busquen destinos más prometedores. El proceso puede ser difícil; incluso en el sector de bienes transables, los nuevos proyectos tendrán que competir por un financiamiento mucho más escaso.

Pero las políticas públicas también pueden ayudar a Europa oriental a retomar una trayectoria de crecimiento más sostenible. La aplicación de políticas macroeconómicas y la moderación salarial pueden ayudar a evitar el recalentamiento que empuja los recursos del sector de bienes transables al de no transables. La política fiscal, en particular, puede desempeñar un papel mucho más activo, ahorrando cuando los ingresos crezcan en lugar de aumentar el gasto y los salarios públicos.

Es importante evitar el recalentamiento, porque en muchas economías emergentes de Europa la competitividad del sector manufacturero se deterioró durante el auge. Por ejemplo, según los datos de la UE, los costos laborales unitarios de Letonia en este sector aumentaron un 90% en relación con sus socios comerciales entre 2003 y 2008. Algunos otros países —especialmente Bulgaria, Estonia y Rumania— también experimentaron una fuerte apreciación de su tipo de cambio real.

La aplicación de una política fiscal más restrictiva ayudará a moderar el crecimiento salarial. Con el tiempo, los salarios se equiparán a los de Europa occidental. Si la equiparación coincide con aumentos de la productividad en el sector manufacturero, no tiene por qué frenar la competitividad ni desalentar a los inversionistas.

Aumentar la calidad

Pero las economías emergentes de Europa no deberían competir únicamente en salarios bajos. Existen otros mercados emergentes con salarios incluso más bajos, y a medida que los trabajadores emigren a Europa occidental, los salarios aumentarán en las economías emergentes de Europa. En cambio, la región debería centrarse en elaborar productos cada vez más avanzados. La aplicación de reformas estructurales podrían ayudar en algunos países a luchar contra la corrupción.

Las entradas de capital extranjero también pueden desempeñar un papel importante, si se centran en mejorar la oferta, especialmente en el sector orientado al comercio exterior. Esta inversión respaldará el crecimiento y la transferencia de tecnología, y contribuirá a mejorar las calificaciones de la mano de obra.

Algunos países de la región ya han adoptado este modelo. En la República Checa y la República Eslovaca, el crecimiento durante el auge fue mucho más equilibrado, el crecimiento del crédito se mantuvo más restringido, se registraron pequeños déficits en cuenta corriente y las exportaciones desempeñaron un papel importante. Aunque esta estrategia generó un crecimiento más moderado que en algunos de sus vecinos antes de la crisis, en estos países las recesiones fueron mucho menos profundas. Por lo tanto, en un horizonte a más largo plazo, estos dos países han crecido más rápidamente que los que experimentaron un auge de la demanda. ■

Bas B. Bakker es Jefe de División y Anne-Marie Gulde es Asesora Principal en el Departamento de Europa.

Lucro o no lucro: ¿Es ésa la cuestión?

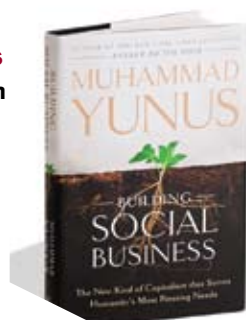
Muhammad Yunus

Building Social Business The New Kind of Capitalism That Serves Humanity's Most Pressing Needs

Public Affairs, Nueva York, 2010,
226 págs., US\$25,95 (tela).

Los pobres están desconectados de los empleos lucrativos, el agua potable, la electricidad, las carreteras, el transporte, las calorías y los micronutrientes, la asistencia sanitaria, la educación, los servicios bancarios, las telecomunicaciones, Internet, la justicia, la seguridad. Su voluntad de trabajar sigue siendo el mayor recurso desperdiciado del planeta.

Conectar a los pobres con oportunidades puede ser una realidad autosostenible. Los trabajos más productivos les permitirán encontrar soluciones para los problemas que afrontan y les brindarán autonomía financiera. Además, estas soluciones implican trabajos que los pobres pueden hacer por sí solos. Por



consiguiente, la prosperidad es un proceso autocatalítico: el trabajo genera una riqueza de la que luego pueden apropiarse los que trabajan.

En *Building Social Business* se presentan muchos ejemplos de ideas sobre negocios para superar la pobreza, realizando el valor de la voluntad de los pobres para trabajar y formulando soluciones eficaces y autosostenidas para sus problemas más apremiantes. (El autor es el fundador de Grameen Bank, una de las más antiguas organizaciones de microfinanciamiento, que desde fines de los años setenta brinda pequeños préstamos a empresarios de algunas de las zonas más pobres de su Bangladesh natal. Sus actividades financieras ahora se han extendido a todo el mundo). En esta publicación, la más reciente, Yunus muestra cómo solucionar la desnutrición escondiendo micronutrientes cruciales en un yogur de sabor agradable (Grameen Danone); cómo los pobres del medio rural

pueden combatir las infecciones de tiña con zapatos asequibles (Grameen Adidas); cómo brindar atención sanitaria mediante cuotas prepagas o cirugía de cataratas a quienes están perdiendo la vista (Grameen Health Care).

Este libro no solo es inspirador, sino que procura crear y diferenciar un nuevo movimiento social basado en una modalidad empresarial autosostenible de resolver los problemas de los pobres, que se distingue claramente de la beneficencia o de la responsabilidad social del sector corporativo, la cual no es autosostenible. Pero también quiere distinguirlo del capitalismo común y corriente, como se expresa en el subtítulo. Esto no se limita a establecer empresas que aborden los problemas de los pobres, sino a crear “empresas sociales”, en las que “todo es para beneficiar al resto. Se basa en la faceta desinteresada de la naturaleza humana”.

Yunus distingue cuidadosamente su nuevo tipo de capitalismo, y su enemigo es el objetivo de lucro, que, según él, tarde o temprano será un obstáculo para ayudar a los pobres y que debería erradicarse. Al

Entre las grietas

Una característica excepcional de la crisis financiera es la gran cantidad de cosas que salieron mal y la gran cantidad de personas e instituciones que cometieron errores. El ex Economista Jefe del FMI, Raghuram G. Rajan, de la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago, compila y explica en su nuevo libro, *Fault Lines*, las debilidades que contribuyeron a la crisis, es decir, las fallas sísmicas, como él las denomina, que salieron a la luz por los acontecimientos de estos últimos años. Luego Rajan propone recomendaciones generales sobre política económica para prevenir un problema futuro. Algunas de ellas, tales como la rectificación de los desequilibrios mundiales, constituyen un asesoramiento convencional familiar, pero otras, tales como una red de protección social mejorada, son novedosas en el contexto de la crisis.

El libro abarca un amplio grupo de dichas fallas; en efecto, virtualmente es un tratado sobre los problemas recientes



Raghuram G. Rajan

Fault Lines

How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy

Princeton University Press, Princeton y Oxford, 2010,
272 págs., US\$16,95 (tela).

de la política macroeconómica. Entre los problemas figuran el exceso de apalancamiento y de uso del crédito por parte de los estadounidenses, los desequilibrios del ahorro mundial y de los flujos de capitales, las políticas monetarias laxas, las innovaciones financieras que dieron lugar a la falta de transparencia, los

planes de remuneración defectuosos, las normas deficientes para la concesión de préstamos, los errores de las calificadoras de riesgo o la inadecuada supervisión gubernamental de la banca. Rajan goza de una credibilidad especial, ya que en 2005 advirtió con franqueza los posibles peligros de la innovación financiera.

Rajan añade factores de la economía política a la lista de explicaciones de la crisis. Considera que la proliferación del crédito y el mayor apalancamiento de los hogares impulsaron la reacción a la creciente desigualdad en Estados Unidos.

También hubo factores políticos que contribuyeron al uso excesivo del apalancamiento. Rajan considera que la red de protección de Estados Unidos, relativamente débil, hace que los políticos sean muy partidarios de evitar la atonía del mercado laboral y, por ende, propensos al estímulo fiscal y monetario. Según el autor, entre las políticas problemáticas se encuentran la extensión del período de las tasas de interés excepcionalmente bajas luego de la desaceleración de la

igual que un fumador que quiere dejar el vicio debe evitar siquiera una pitada, o un musulmán debe privarse de todo tentempié durante Ramadán, las empresas deben darle la espalda a la ganancia. “Al apartarse totalmente de la búsqueda del lucro, el empresario que realmente quiere comprometerse con el cambio social marca una diferencia de gran importancia”.

Yunus afirma que ha inventado una nueva forma de organización social en la esfera de las empresas sin fines de lucro orientadas a resolver los problemas de los pobres. Se esfuerza en distinguirla del capitalismo orientado al lucro, las cooperativas, el socialismo, el gobierno, la beneficencia, el comunismo, o la responsabilidad social del sector empresarial. Reclama los derechos de propiedad intelectual sobre el microcrédito, aunque Acción Internacional empezó a operar más de diez años antes que el Grameen Bank. Con una combinación inteligente de donaciones y objetivos de lucro, Acción creó organizaciones tales como Compartamos, MiBanco y BancoSol, que han crecido con mucho más dinamismo que Grameen Bank, precisamente porque, a diferencia de Yunus, no insistieron

en el préstamo a grupos ni se opusieron a las ganancias.

La modalidad no orientada al lucro, de hecho, capta la buena voluntad. Grameen se ha asociado con empresas importantes como Danone (por el yogur) y Adidas (por los zapatos), lo cual fue positivo para sus marcas comerciales. Sin embargo, tal como están las cosas, estas empresas se limitan a programas pintorescos administrados por sus departamentos de responsabilidad social. Nuevos mercados de miles de millones de dólares serían transformativos para los pobres. El hecho de evitar el objetivo de lucro limita el verdadero crecimiento de estas soluciones, y si se dejan escapar donaciones se limita el subsidio de las actividades que no pueden ser organizadas en un modo sostenible.

Los lectores probablemente logren inspirarse, pero deberían tomar con cierta cautela el movimiento social que el autor está tratando de crear y diferenciar.

Ricardo Hausmann

Director del Centro para el Desarrollo Internacional y Profesor de Práctica de Desarrollo Económico de la Universidad de Harvard

actividad económica de 2000–03 y la vigencia de políticas tales como los subsidios encubiertos a Fannie Mae y Freddie Mac antes de ser intervenidos por el gobierno de Estados Unidos en septiembre de 2008. La política de expansión monetaria y la garantía implícita sobre Fannie y Freddie contribuyeron al exceso de endeudamiento y a la burbuja inmobiliaria, y, por lo tanto, a la fragilidad del sector financiero y la crisis. En la segunda mitad del libro se analizan las reformas para prevenir estos problemas.

Entre las soluciones propuestas por Rajan, se destaca una red de protección social más eficaz en Estados Unidos que reduciría el temor a que se produzca una recesión y evitaría la aplicación de políticas excesivamente estimulantes que engendran burbujas. Si los trabajadores, o sea los votantes, estuvieran menos preocupados por la pérdida de empleos y la supresión de puestos de trabajo, los políticos podrían tener más margen para evitar las políticas riesgosas. Algunos sostie-

nen que la crisis se debió a que en el periodo 2000–03 se intentó compensar el colapso de una burbuja de la tecnología generando una burbuja en el mercado de la vivienda. La ley de salud recientemente promulgada en Estados Unidos concordaría en general con la red de protección mejorada que recomienda Rajan. Al entrar en vigor, será interesante ver si la ley de salud afecta la sensación de seguridad financiera de los estadounidenses y la orientación de las políticas públicas.

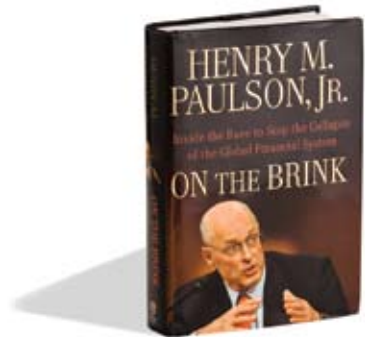
A más largo plazo, Rajan hace hincapié en mejorar la educación y la capacitación para atacar las causas que originan la desigualdad. Una mejor capacitación brindará mejores oportunidades laborales y mayores ingresos.

En el libro de Rajan se brinda un panorama completo de lo que nos llevó a la crisis y propone una interesante estrategia para evitar otra crisis.

Phillip Swagel

Escuela de Negocios McDonough, Universidad de Georgetown

En el ojo de la tormenta



Henry M. Paulson, Jr.

On the Brink

Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System

Business Plus, Nueva York, 2010, 496 págs., US\$28,99 (tela).

La quiebra de Lehman Brothers desencadenó una corrida en el sistema financiero mundial. La fuerte reducción del crédito provocó una grave desaceleración económica mundial. En Estados Unidos, el desempleo alcanzó un 10%, la disminución del PIB real fue del 3,7% y la producción industrial cayó un 15%. En su libro, Henry Paulson plantea una serie de interrogantes clave resultantes del colapso de la empresa de servicios financieros mundiales: ¿Por qué se permitió que se produjera la desordenada quiebra de Lehman Brothers? ¿Previeron las autoridades los riesgos y, en ese caso, podrían haber intervenido? Si la intervención anticipada era imposible, ¿podrían las autoridades haber rescatado a Lehman a último momento, como lo hicieron seis meses antes con otro banco de inversiones, Bear Stearns, o al día siguiente con el gigante de seguros AIG?

Paulson fue Secretario del Tesoro de Estados Unidos entre julio de 2006 y enero de 2009: durante los dos años previos a la crisis y los cuatro meses en que se tomaron las medidas iniciales. En este libro relata su experiencia.

Introducción a la crisis financiera

En la narración se brinda una reseña histórica elemental. Los hitos abarcan desde el inicio de la turbulencia del crédito en agosto de 2007 y la quiebra de

Bear Stearns en marzo de 2008, pasando por la intervención (nacionalización) de las empresas semipúblicas Fannie Mae y Freddie Mac, hasta el colapso de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 y el rescate de AIG al día siguiente. En el libro también se incluyen las medidas de política adoptadas, entre ellas el Programa de Alivio de Activos Problemáticos y la creación de numerosos servicios financieros de la Reserva Federal diseñados para proporcionar liquidez a un sistema financiero en dificultades.

Si bien el libro es útil, su único aporte radica en la opinión de un experto interno sobre el proceso político que rodeó la crisis. Se destacan cuatro aspectos importantes, que son enseñanzas para el futuro sobre cómo hacer que la estabilidad financiera y las políticas para la resolución de las crisis sean más eficaces.

Lecciones aprendidas

Las consecuencias indeseables de la segmentación de las normas financieras constituyen la primera lección. Si bien el Tesoro de Estados Unidos tenía una responsabilidad global sobre las finanzas internas, no podía pasar por encima de la independencia operacional de los reguladores sectoriales. Esto complicó la supervisión macroprudencial: increíblemente, el Secretario del Tesoro se enteró de los graves problemas de la importante empresa de seguros AIG apenas unos días antes de su colapso, lo cual socavó la política de estabilización financiera. Paulson recuerda que el regulador de las empresas semipúblicas se resistía a reconocer su extrema subcapitalización y a intervenirla. Asimismo, describe cómo el regulador especializado de Washington Mutual optó por permitir su recapitalización (manteniendo su autonomía en la institución) en vez de venderla a un banco estable, JPMorgan. Seis meses más tarde, Washington Mutual se convirtió en la quiebra bancaria más grande de la historia de Estados Unidos.

La segunda lección atañe a la importancia de la legislatura al formular la política financiera. Paulson narra cómo el Congreso se negaba a reconocer la acumulación de vulnerabilidades financieras previas a la crisis, en parte debido a la considerable influencia política del sector financiero, especialmente la de las empresas semipúblicas, “los peleadores calle-

jeros más rudos de Washington”. Estas observaciones se reflejan en la bibliografía académica reciente que vincula las contribuciones políticas con los votos del Congreso en cuestiones económicas.

La tercera lección se relaciona con las complejidades de la coordinación internacional para manejar las crisis. En general se reconoce que la resolución de los bancos internacionales probablemente sea el eslabón más débil de los marcos vigentes de estabilidad financiera mundial. La quiebra de Lehman Brothers es un buen ejemplo. Las actividades de este banco de inversiones estaban integradas a nivel mundial, pero sus filiales internacionales debían solicitar la apertura de concurso de acreedores según las normas de sus respectivas jurisdicciones. Ante la bancarrota, el administrador londinense de Lehman, Pricewaterhouse Coopers, congeló todos los activos de la empresa en el Reino Unido, incluso las garantías de terceros sobre las cuentas de los clientes. Esa medida socavó la confianza de los inversionistas, incluso en las jurisdicciones en las que las cuentas de los clientes del banco de inversiones estaban segregadas y protegidas contra la bancarrota, tal como sucede en Estados Unidos. Paulson describe cómo la imprevisible idiosincrasia de las leyes de bancarrota fue uno de los detonantes de la ruina del sistema financiero mundial: “De pronto todos se tornaron cada vez más recelosos para negociar con cualquier contraparte, sin importar la excelencia de su reputación o lo extensa que hubiera sido la relación entre ambas partes”.

Al describir la quiebra de Lehman, Paulson insiste una vez más en las enormes debilidades del marco regulatorio de Estados Unidos, la cuarta lección. Los procedimientos para liquidar las operaciones de los bancos comerciales están bien definidos en la ley de mejora de la Corporación Federal de Garantía de Depósitos, pero no había una legislación comparable para los bancos de inversiones, las empresas de seguros, y los grandes *hedge funds*. El gobierno no podía intervenir inyectando más capital en caso de quiebra, aunque se produjeran consecuencias sistémicas. En teoría, la Reserva Federal podría conceder un préstamo de emergencia a cualquier institución, pero solo si el préstamo estaba “garantizado a

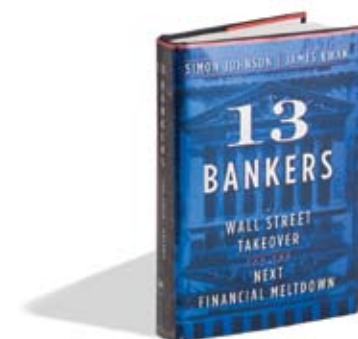
su satisfacción”, es decir que el riesgo crediticio fuera mínimo. Entonces ¿por qué se permitió la quiebra de Lehman y se rescató a Bear Stearns y AIG? Paulson sostiene que la diferencia entre Lehman y otras instituciones fue que la primera carecía de garantías genuinas para preñar a cambio de ser rescatada. Este análisis sigue siendo controversial, pero la perspectiva de Paulson, quien se desempeñó en un momento clave del comienzo de la crisis, es importante.

Lev Ratnovski

Economista

Departamento de Estudios del FMI

¿Quién les teme a los bancos feroces?



Simon Johnson y James Kwak

13 Bankers

The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown

Pantheon Books, Nueva York, 2010,
320 págs., US\$26,95 (tela).

“Hoy día, nuestro objetivo es cambiar la óptica convencional sobre los grandes bancos”. Esa es la conclusión de los autores hacia el final de su cautivante y provocativo libro. Del texto se desprende una pregunta que está dejando perplejas a las autoridades encargadas de formular las políticas económicas: ¿qué se debe hacer para que el sistema financiero sea más seguro y evitar que se repitan las enormes intervenciones del Estado necesarias para prevenir un colapso del sistema financiero? Los autores se centran en los aprietos generados por las instituciones financieras que se consideraban demasiado grandes para quebrar. Los problemas de riesgo moral son bien conocidos, y Johnson y Kwak opinan que hay un trasfondo siniestro —rayando en

la corrupción de los mecanismos políticos e institucionales que han dado forma a los sistemas financieros internacionales y los supervisan— que favorece a las grandes instituciones financieras.

Los autores narran una historia interesante, con una buena dosis de villanos y algún que otro héroe. Entre los villanos más importantes se encuentran las principales instituciones bancarias. Retratadas como las nuevas oligarcas, ejercen un exceso de poder económico e influencia política y han cosechado los beneficios de su condición de “demasiado grandes para fracasar”, corriendo todo el tiempo riesgos excesivos con la esperanza de que los contribuyentes les sacarán las castañas del fuego. La popularidad y el apoyo a la liberalización económica, una cultura similar a una puerta giratoria que transporta a personas influyentes desde el sector público hacia las principales instituciones financieras y nuevamente al lugar de origen, así como la presencia de un puñado de personas en puestos clave del Tesoro y la Reserva Federal de Estados Unidos, ayudaban a lubricar las ruedas de la explotación. El FMI no escapa a esta crítica.

Sin embargo, los autores deberían reconocer que hubo una época en que muchos de los villanos fueron considerados los héroes que manejaron las anteriores crisis financieras y ayudaron a promover un crecimiento económico

sólido. Es innegable que se cometieron errores, y si pudiéramos retroceder en el tiempo, es indudable que no se habrían tomado ciertas decisiones. Un buen ejemplo es la decisión que se subraya en el libro sobre la regulación de las transacciones extrabursátiles de derivados. En el libro se sugiere que estas decisiones pueden reflejar el poderoso interés de unos pocos para dominar a la mayoría, pero tal vez solo hayan sido la consecuencia de errores de criterio e ignorancia. Los hechos nos volvieron más prudentes.

La publicación del libro no pudo ser más oportuna. Las autoridades de todo el mundo están discutiendo sobre la mejor manera de reformar el marco regulatorio de las finanzas mundiales, y actualmente se están elaborando propuestas detalladas sobre la reforma regulatoria. Lo valioso de este libro es su perspectiva independiente. Una tesis central es que casi todos los que intervienen en la regulación financiera son presa de la naturaleza del proceso y probablemente enfoquen las reformas favoreciendo a las principales instituciones financieras. Si este argumento fuera cierto, sería un mal augurio para una reforma fundamental que conduzca a mejoras duraderas. Todavía se está deliberando sobre el tema, y no cabe duda de que los responsables de elaborar las reformas objetarán las opiniones de los autores.

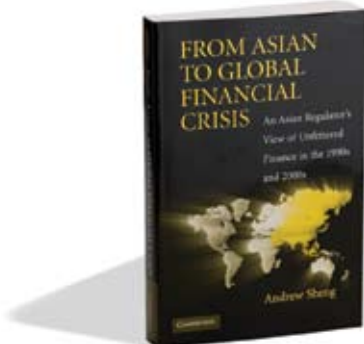
La sección final del libro, en donde se proponen soluciones, es la menos elaborada, lamentablemente, pues esta es la parte que podría influir sobre el debate de política económica. Los autores son partidarios de limitar el tamaño de las instituciones financieras y prohibir que superen cierto porcentaje del PIB. Para las instituciones más riesgosas proponen límites todavía más estrictos. Estos límites serían añadidos al resto de las numerosas iniciativas que se están considerando (en materia de capital, liquidez, etc.). Sin embargo, el libro no entra en detalles sobre las ventajas y desventajas de utilizar límites al tamaño en lugar de (o además de) proponer la forma de tratar las instituciones de importancia sistémica imponiendo cargos sobre el riesgo sistémico, fijando límites a las operaciones bursátiles por cuenta propia, y mejorando los mecanismos de resolución de las instituciones de gran tamaño. No se indica la manera de formular los límites propuestos ni las instituciones abarcadas. Un análisis más a fondo de estos aspectos hubiera aumentado el valor operacional de este estimulante libro y hubiera reforzado el argumento de incluir las recomendaciones en las reformas.

R. Barry Johnston

Director Adjunto

Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI

Nueva crisis, viejos problemas



Andrew Sheng

From Asian to Global Financial Crisis

An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s

Cambridge University Press, Cambridge, Reino Unido, 2009, 204 págs., US\$26,99 (rústica).

El nuevo libro de Andrew Sheng llegó justo cuando la gente más necesita respuestas. La experiencia de Sheng en Oriente y Occidente, unida a sus credenciales como regulador financiero de Hong Kong e investigador, establece el marco para este análisis profundo y amplio de la crisis financiera desde la óptica de un asiático.

A diferencia de muchos análisis, Sheng inyecta una perspectiva que abarca la historia, la macroeconomía y la microeconomía comparativas y establece el marco del libro. En mi experiencia como periodista asiático, jamás he leído un relato tan claro y completo de la crisis asiática de los años noventa, ni un análisis más convincente de los nexos intrínsecos entre ese período y la actual crisis financiera mun-

dial. Pero para algunos lectores puede resultar más interesante la forma en que Sheng abordó la crisis en su calidad de regulador financiero de Hong Kong, que sus explicaciones teóricas.

Sheng demuestra cómo y por qué las herramientas y las estructuras institucionales vigentes están caducas. Entre los temas más importantes que aborda se encuentra la relación entre los intermediarios y los reguladores financieros o los gobiernos. En su opinión, la actividad financiera irrestricta es el elemento medular de estas crisis.

Pero la realidad es mucho más compleja. Los gobiernos, simultáneamente, tienden a regular el sector financiero en demasía o demasiado poco. Según el autor, esto es particularmente cierto en

Asia. El sistema financiero no necesita más sino mejor regulación.

“Los ciclos regulatorios deben incluir una revisión constante de los resultados con respecto a los objetivos. En estas revisiones se deben examinar el acierto y el contexto de la estrategia, las prioridades, los incentivos, las normas, las estructuras, los procesos y la ejecución”, asevera Sheng. Su argumento es razonable, ¿pero cómo podemos garantizar que esto se cumpla?

En China, estas revisiones pueden ser inviables en esta etapa del desarrollo del sistema financiero. Es común el favoritismo de las entidades normativas estatales (creadas para proteger el interés público) hacia los intereses comerciales o especiales que dominan la actividad o el sector que deberían regular. Lo que se necesita en este momento son entidades reguladoras que se dediquen a formular y aplicar normas, en lugar de tomar decisiones de mercado. Se debería perfeccionar el sistema comercial, monitorear los grupos de intereses especiales, garantizar la divulgación de información suficiente, penalizar a los infractores y educar a los inversionistas.

Pero las autoridades reguladoras chinas demuestran poco interés en estas tareas. Al contrario, habiendo sido dominadas por poderosos grupos de intereses, aplican políticas excesivamente proteccionistas en nombre de la salvaguardia de los intereses de los

inversionistas. Esto conduce a un control artificial de la oferta y la demanda y a la distorsión del mercado, lo que genera condiciones que propician el enriquecimiento de las empresas que cotizan en bolsa, convirtiendo a los inversionistas en especuladores. Sheng sostiene que “la transparencia es necesaria pero no suficiente”, por no decir algo peor. En China, la transparencia es solo un sueño.

Como dice Sheng, “El problema estructural clave que afrontan las economías asiáticas es el legado de una estructura de gobierno relativamente cerrada y vertical que tiene ante sí un mercado mundial abierto, muy cambiante y complejo”. Estoy totalmente de acuerdo.

Sheng señala que luego de la crisis asiática y el colapso de la burbuja tecnológica, el mundo financiero emprendió la reorganización más profunda desde los años 1930 en áreas que abarcan la contabilidad, la gestión empresarial, la regulación y los sectores financieros nacionales. Pero estas medidas no bastaban para detener la crisis más reciente. De hecho, algunas de estas medidas pueden haber contribuido a la crisis. Y el mundo todavía está buscando respuestas a preguntas cruciales, tales como las que rodean el problema plasmado en la expresión “demasiado grande para quebrar”.

De todos modos, hay esperanza para el futuro de la supervisión financiera, a

pesar de que los sucesos recientes no sean un buen augurio. La lógica del plan de rescate potencia los factores que crean las crisis financieras, incluso la actual. Por ejemplo, el mecanismo de incentivos del sector financiero y el problema principal-agente están intactos, si es que no están agravados en los planes de rescate. Sin embargo, Sheng tiene esperanzas. “Ninguna de las crisis financieras son idénticas, pero tienen elementos en común que espero que nos ayuden a identificar y mitigar la próxima”, afirma.

En Asia afrontamos desafíos muy serios, por lo que el enfoque de Sheng sobre la normativa de Asia es sumamente oportuno en esta coyuntura de la historia del mercado. “Hay muy pocos libros sobre la crisis asiática escritos por altos funcionarios que estuvieran desempeñando sus cargos durante la crisis”, señaló. “En aras de la posteridad, el lado asiático de la historia merece ser relatado”.

Sheng es digno de elogio por ser consciente de su responsabilidad con la historia. Pero su aporte más valioso es que identifica algunas de las principales barreras para la solidez del sistema financiero y marca el rumbo hacia soluciones futuras.

Hu Shuli

Editor Jefe, Caixin Media, y

Decano de la Escuela de Comunicación y

Diseño de la Universidad Sun Yat-sen

FMI Boletín

Novedades y análisis sobre la globalización y su impacto en las economías del mundo entero.

Consulte la versión electrónica del Boletín del FMI en
www.imf.org/imfsurvey

El crédito al sector privado sigue siendo débil



El crédito bancario continúa cayendo a pesar de la recuperación mundial

EL PERÍODO anterior a la crisis financiera internacional de 2008 se caracterizó por un exceso de liquidez mundial y una rápida expansión del crédito, especialmente al sector privado. Pero como consecuencia de la crisis mundial, el sistema bancario redujo el crédito al sector privado, ya que los bancos trataron de mejorar los balances, absorber un creciente número de préstamos en mora y, en general, reducir el riesgo desapalancando sus balances. El crecimiento del crédito bancario se ha reducido drásticamente en términos reales y tenderá a seguir siendo débil en la mayoría de las principales economías y grupos de países.

La enorme inyección de fondos públicos y las políticas de expansión crediticia en las economías avanzadas no se tradujeron en un incremento del crédito al sector privado. Tras aumentar a una tasa anual promedio de un 7% hasta mediados de 2008, el crecimiento del crédito bancario en los mercados maduros se desaceleró y a fines de 2009 se tornó negativo. La caída más pronunciada del crédito bancario, de alrededor del 20%, se produjo en el Reino Unido en 2009. En Estados Unidos, a principios de 2010 el crédito se había reducido en casi 10% (valor interanual). La zona del euro mantuvo una tendencia similar.

Hay varios factores que explican por qué la mejora de las condiciones en los mercados financieros no se tradujo en un repunte del crecimiento del crédito. Primero, a medida que las condiciones empeoraron, se redujo la demanda de crédito, ya que las empresas recortaron la producción y los hogares disminuyeron el consumo, reduciendo su necesidad de crédito. Segundo, los bancos restringieron las condiciones del crédito ante la mayor incertidumbre, el deterioro de sus posiciones de capital y el aumento de las pérdidas por préstamos incobrables.

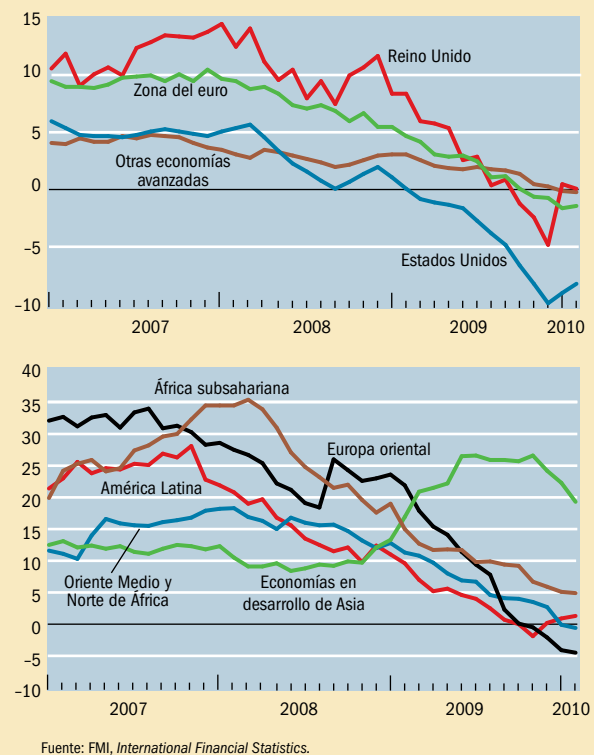
En las economías emergentes y en desarrollo, la región que ha registrado la mayor caída del crecimiento del crédito es Europa oriental, que se benefició de una sustancial afluencia de fondos extranjeros y créditos internacionales antes de la crisis.

Acerca de la base de datos

Las cifras se compilaron utilizando los datos monetarios declarados por los países miembros al Departamento de Estadística del FMI para su publicación en *International Financial Statistics*. El crédito de los sectores bancarios internos al sector privado se calculó deflactando las series nominales por el índice de precios al consumidor. Las tasas de crecimiento regionales corresponden a promedios ponderados de las tasas de crecimiento de cada país. Los grupos de países se basan en la clasificación de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI. La base de datos puede consultarse en www.imfststatistics.org/imf

El crecimiento del crédito bancario aún no se ha recuperado.

(Crédito bancario real al sector privado, porcentaje, interanual)



Cuando estalló la crisis financiera, el crecimiento del crédito cayó drásticamente y no ha comenzado a recuperarse, en parte debido a la disminución del financiamiento externo al sector bancario. El crecimiento del crédito en América Latina, África subsahariana y Oriente Medio y Norte de África ha sido similar, con tasas de crecimiento de entre 0% y 5% a fines de 2009.

En cambio, el crédito al sector privado en las economías emergentes y en desarrollo de Asia no pareció verse afectado por la crisis financiera. De hecho, el crédito bancario aumentó durante la crisis y apenas ha comenzado a reducirse. No obstante, esta evolución ha estado muy influenciada por China, donde el crédito bancario ha crecido desde 2005, ascendiendo al 35% a fines de 2009 gracias a las sólidas perspectivas de crecimiento económico y al aumento de los precios de los activos.

Preparado por José M. Cartas y Martin McConagha, del Departamento de Estadística del FMI.

Amplíe sus conocimientos sobre la economía mundial. Visite FMI-Libros.

Perspectivas de la economía mundial

Este informe contiene un gran número de datos e información sobre los países y las proyecciones mundiales y presenta las perspectivas del crecimiento, la inflación y el comercio y otras cuestiones de política económica en un formato claro y práctico.



Global Financial Stability Report

El Informe GFSR constituye un análisis detallado de los flujos internacionales de capital en el que se examina la situación de los mercados financieros mundiales. Pone de relieve varias cuestiones de actualidad relacionadas con la estabilidad de los mercados financieros.



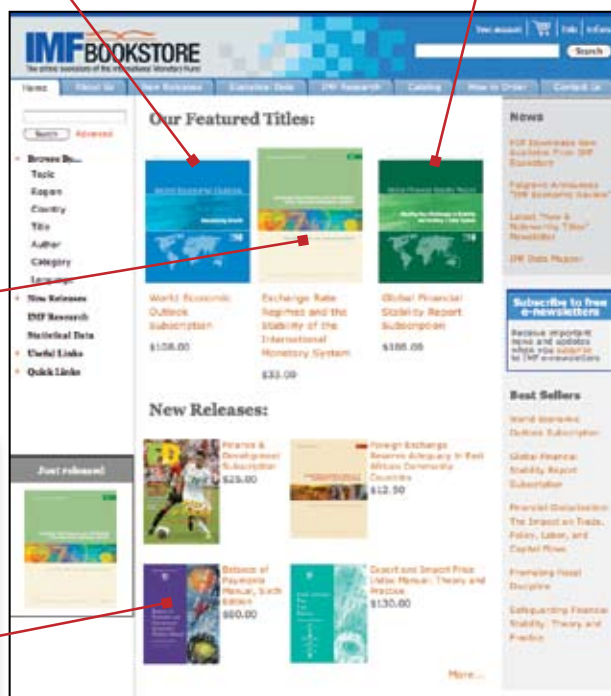
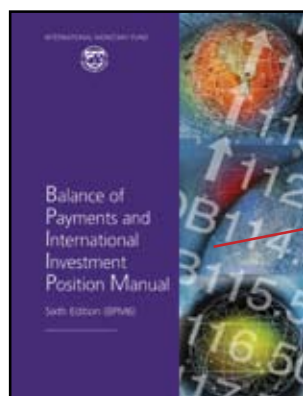
Nueva publicación

Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System

En este informe se presenta un análisis de la estabilidad del sistema de tipos de cambio y se examina el desempeño macroeconómico en el marco de regímenes cambiarios alternativos; el régimen cambiario elegido y las fuentes de tensiones que podrían afectar al sistema monetario internacional.

Manual de Balanza de Pagos, sexta edición

En esta edición se presentan las normas actualizadas en relación con los conceptos, definiciones y clasificaciones de las estadísticas de las cuentas internacionales. Estas normas son utilizadas a nivel mundial para compilar datos completos y comparables.



Haga su pedido ahora: Visite hoy el sitio del FMI Libros y consulte los informes, las publicaciones y los datos más recientes.

