

CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO

PROHIBIDA LA DIVULGACIÓN

El contenido del presente informe no podrá ser citado ni resumido por la prensa, la radio, la televisión ni los medios electrónicos antes de las **17.00 horas (hora media de Greenwich)** del 19 de marzo de 2009.

La crisis económica mundial:

Fallos sistémicos
y remedios multilaterales

Resumen



NACIONES UNIDAS

CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO

La crisis económica mundial: fallos sistémicos y remedios multilaterales

Informe del Grupo de Trabajo de la secretaría de
la UNCTAD sobre cuestiones sistémicas
y cooperación económica

Resumen



NACIONES UNIDAS
Nueva York y Ginebra, 2009

Nota

Las firmas de los documentos de las Naciones Unidas se componen de letras mayúsculas y cifras. La mención de una de esas firmas indica que se hace referencia a un documento de las Naciones Unidas.

Las denominaciones empleadas en esta publicación y la forma en que aparecen presentados los datos que contiene no implican, de parte de la Secretaría de las Naciones Unidas, juicio alguno sobre la condición jurídica de países, territorios, ciudades o zonas, o de sus autoridades, ni respecto de la delimitación de sus fronteras o límites.

El material contenido en esta publicación puede citarse o reproducirse sin restricciones siempre que se indique la fuente y se haga referencia al número del documento. Debería remitirse a la secretaria de la UNCTAD un ejemplar de la publicación en que aparezca el material citado o reproducido.

PUBLICACIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS
UNCTAD/GDS/2009/1
Copyright © Naciones Unidas, 2009 Reservados todos los derechos

Principales mensajes

El repetido llamamiento de la UNCTAD en pro de una gobernanza monetaria y financiera internacional más rigurosa resulta más pertinente que nunca en la actual crisis, que tiene alcance mundial y carácter sistémico. La dinámica de la crisis es consecuencia de los fallos en la desregulación financiera nacional e internacional, los persistentes desequilibrios mundiales, la inexistencia de un sistema monetario internacional y las profundas incoherencias entre las políticas comerciales, financieras y monetarias mundiales.

Remedios nacionales y multilaterales

- **El *laissez-faire* de los últimos 20 años, inspirado por un fundamentalismo de mercado, ha fracasado estrepitosamente. La desregulación financiera alentó la acumulación de enormes posiciones de riesgo cuya corrección ha precipitado a la economía mundial en un proceso de deflación por sobreendeudamiento, que sólo puede ser contrarrestado con medidas inflacionarias financiadas con endeudamiento público:**
 - *La tarea más importante es romper la espiral descendente de los precios de los activos y de la demanda y reavivar la capacidad del sector financiero para proporcionar crédito destinado a la inversión productiva, estimular el crecimiento económico y evitar la deflación de precios. El objetivo principal de la reforma normativa ha de ser el de suprimir sistemáticamente las innovaciones financieras que no conlleven beneficios sociales.*
- **La fe ciega en la eficiencia de los mercados financieros desregulados y la inexistencia de un sistema financiero y monetario basado en la cooperación generó la ilusión de que las operaciones financieras especulativas en numerosos ámbitos podían rendir ganancias sin riesgo y otorgaban licencia para el derroche:**
 - *Esa disfunción sistémica sólo puede subsanarse mediante una reforma completa que reintroduzca la regulación y en la que se otorgue un papel decisivo a los gobiernos y a la colaboración entre ellos. En contra de la opinión tradicional, los gobiernos están bien situados para evaluar los movimientos de los precios en los mercados*

impulsados por la especulación financiera, y no deben dudar en intervenir cuando se vislumbran desequilibrios importantes.

- **El papel y el peso crecientes de los inversores financieros en gran escala en los mercados de futuros de productos básicos han afectado a los precios de esos productos y han aumentado su volatilidad. En el período de auge económico se generaron burbujas especulativas para algunos productos, que han estallado tras la conmoción de las hipotecas de alto riesgo, o "subprime":**
 - *Los reguladores han de tener acceso a datos más completos sobre las transacciones para poder entender los factores que determinan en cada momento los movimientos de los precios e intervenir cuando determinadas transacciones parezcan problemáticas, y es necesario colmar vacíos normativos fundamentales para impedir que las posiciones en los actuales mercados extrabursátiles no regulados conduzcan a una "especulación excesiva".*
- **La inexistencia de un sistema internacional cooperativo capaz de gestionar las fluctuaciones de los tipos de cambio ha propiciado una desenfrenada especulación cambiaria y profundizado los desequilibrios mundiales. Como ocurrió en Asia hace diez años, la especulación con divisas y la crisis cambiaria han llevado a varios países al borde de la quiebra y han agudizado enormemente la crisis:**
 - *Los países en desarrollo no deben ser objeto de "calificación en la crisis" por los mismos mercados financieros causantes de sus problemas. Se necesitan urgentemente arreglos cambiarios multilaterales o incluso mundiales para mantener la estabilidad global, para evitar el colapso del sistema internacional de comercio y para evitar que los países afectados por la crisis adopten políticas procíclicas.*

Adopción de decisiones económicas a nivel mundial

- **La crisis ha puesto claramente de manifiesto que la globalización del comercio y de las finanzas requiere mecanismos de cooperación y regulación a nivel mundial. Sin embargo, para salir de la presente crisis y evitar que se reproduzca es necesario ir más allá de la regulación bancaria y financiera y abordar la cuestión fundamental de cómo reactivar y extender el multilateralismo en un mundo en proceso de globalización.**

- **Las Naciones Unidas están llamadas a desempeñar un papel fundamental en la conducción de ese proceso de reforma. Son la única institución que, por su carácter universal y su credibilidad, está en condiciones de dar legitimidad y viabilidad a un sistema de gobernanza reformado. Además, cuentan con probada capacidad para realizar análisis imparciales y formular con pragmatismo recomendaciones normativas en esta esfera.**

Prólogo del Secretario General de la UNCTAD

El proceso de desapalancamiento global que empezó a manifestarse en la economía mundial a mediados de 2007 y que se aceleró en el otoño de 2008 no habría sido posible sin la singular coincidencia de diversas disfunciones del mercado y otros factores desencadenantes, de los que algunos son reflejo de desequilibrios fundamentales de la economía mundial y otros están vinculados específicamente al funcionamiento de mercados financieros de gran complejidad. Los principales de estos factores "sistémicos" fueron la plena desregulación de los mercados financieros y la creciente complejidad de las técnicas de especulación y de la ingeniería financiera. También influyeron otros factores, en particular la incoherencia sistémica entre los sistemas comercial, financiero y monetario internacionales, además del hecho de que no se hubiera llevado a cabo la indispensable reforma de la arquitectura financiera mundial. Más recientemente, la aparición de nuevos y poderosos agentes económicos, especialmente de países en desarrollo, sin la necesaria reforma del marco de gobernanza de la economía mundial, acentuó esa incoherencia.

Durante muchos años, incluso cuando las perspectivas de la economía mundial eran mucho más halagüeñas que en la actualidad, la UNCTAD subrayó la necesidad de coherencia sistémica. Señaló sistemáticamente las deficiencias del sistema económico internacional y se opuso a la corriente mayoritaria de la teoría económica, que justificaba la liberalización financiera sin un marco reglamentario mundial claro. La UNCTAD previno reiteradamente sobre los graves desequilibrios comerciales que ensombrecían la economía mundial y planteó la necesidad de corregir esos desequilibrios sin perturbar el proceso de desarrollo. También avisamos de que, de no establecerse una coordinación internacional de las políticas macroeconómicas, la corrección podía producirse en forma de una abrupta desaceleración y una profunda recesión. En los últimos años alertamos del creciente riesgo de que la economía real quedara a la merced de los caprichos y la volatilidad de los mercados financieros. En ese contexto la UNCTAD ha abogado siempre por una mayor gobernanza monetaria y financiera internacional.

Es necesario llegar a una comprensión más cabal de cómo la inexistencia de regulación financiera adecuada creó las condiciones para operaciones especulativas cada vez más arriesgadas en los mercados de productos básicos y en los mercados de divisas y de cómo la desregulación y la liberalización

financieras indiscriminadas han contribuido a los desequilibrios mundiales. De ese análisis puede surgir una conciencia más clara de que esas y otras deficiencias sistémicas sólo pueden subsanarse mediante una drástica reforma de los sistemas monetario y financiero internacionales a través de procesos y mecanismos de cooperación multilateral que fortalezcan la participación de los países en desarrollo en la gobernanza mundial.

En ese contexto establecí en octubre de 2008, con carácter interdivisional, un Grupo de Trabajo sobre cuestiones sistémicas y cooperación económica, presidido por el Director de la División de Globalización y Estrategias de Desarrollo. Ese grupo de economistas de la UNCTAD recibió el encargo de examinar los aspectos sistémicos de la crisis y formular propuestas para la adopción de medidas de política a nivel nacional y multilateral. Huelga decir que la dimensión de desarrollo y la necesidad de encontrar respuestas adecuadas constituyen preocupaciones fundamentales de la UNCTAD, que se tuvieron presentes al definir las cuestiones planteadas en el presente informe.

No cabe duda de que, aunque sea necesario fortalecer los mecanismos de regulación financiera a nivel nacional, los actuales problemas de la economía mundial requieren soluciones mundiales. Las Naciones Unidas deben desempeñar un papel esencial en ese proceso de reforma, no sólo porque son la única institución capaz, por su carácter universal y su credibilidad, de dar legitimidad y viabilidad a un sistema de gobernanza reformado, sino también porque cuentan con probada capacidad para realizar análisis imparciales y formular con pragmatismo recomendaciones normativas en esta esfera.



Supachai Panitchpakdi
Secretario General de la UNCTAD

Resumen

La crisis económica mundial todavía no ha tocado fondo. Las principales economías industriales se encuentran en una profunda recesión, y en el mundo en desarrollo se está registrando una abrupta desaceleración del crecimiento. No puede descartarse que muchas economías importantes terminen por caer en una trampa deflacionaria. Sigue siendo imprescindible atender a los problemas puntuales que van surgiendo, pero no es menos urgente determinar las causas subyacentes de la crisis y acometer una profunda reforma del sistema de gobernanza económica mundial.

Los factores causantes de esta crisis son, por supuesto, más complejos de lo que sugieren algunas explicaciones simplistas que apuntan a supuestos fallos de los gobiernos. Ni un "exceso de liquidez" como resultado de una "política monetaria expansionista en los Estados Unidos" ni una "saturación mundial de ahorro" bastan para explicar la situación próxima al colapso del sistema financiero. Lo mismo cabe decir de las conductas fraudulentas individuales. Es cierto que, sin el concurso de demasiados operadores avariciosos que trataban de obtener ganancias de dos dígitos en un sistema económico que sólo puede sostener tasas de crecimiento de un dígito, la crisis no habría estallado con tanta fuerza. Sin embargo, unas buenas políticas económicas deberían haber tenido en cuenta que los seres humanos pueden ser avariciosos y cortos de miras. La súbita corrección de las posiciones especulativas en prácticamente todos los sectores del sistema financiero fue desencadenada por el estallido de la burbuja inmobiliaria en los Estados Unidos, pero esa burbuja, como otras similares, era insostenible y tenía que estallar tarde o temprano. No es aceptable que los responsables de la formulación de las políticas, que deberían haber actuado con mayor cautela, echen ahora la culpa a la avaricia desenfrenada o a reguladores que "se durmieron al timón".

La desregulación financiera, impulsada por una creencia ideológica en las virtudes del mercado, ha favorecido la aparición de instrumentos financieros "innovadores" sin vinculación alguna con actividades productivas en el sector real de la economía. Esos instrumentos propician actividades especulativas que se basan en información aparentemente convincente, pero que en realidad no representa sino una extrapolación al futuro de las tendencias actuales. De esa manera puede sostenerse a sí misma -durante algún tiempo- una actividad especulativa basada en la expectativa de rentabilidades excesivamente elevadas. Muchos agentes que disponen de grandes cantidades de dinero

(a menudo prestadas) apuestan al mismo resultado "plausible" (por ejemplo, un aumento ininterrumpido de los precios de los bienes raíces, del petróleo o de las acciones o de la paridad de determinadas monedas). Puesto que los medios de difusión, los denominados analistas y los responsables de la formulación de políticas confirman esas expectativas, apostar al crecimiento ininterrumpido de los precios no se percibe como una temeridad, sino como un comportamiento sin riesgo.

En contra de la opinión más extendida en la teoría económica, ese tipo de comportamiento especulativo no tiene efectos estabilizadores, sino que desestabiliza los precios. Puesto que en un mundo caracterizado por la incertidumbre objetiva no es posible conocer el precio "verdadero", no se cumple la condición fundamental para que la especulación resulte estabilizadora. Las expectativas uniformes, pero equivocadas, sobre la evolución de los precios a largo plazo terminan tarde o temprano chocando con la realidad, puesto que los fondos no se han invertido en la capacidad productiva de la economía real, donde podrían haber generado incrementos del ingreso real. Cuando el entusiasmo de los mercados financieros topa con la situación objetiva de la economía real, caracterizada por un crecimiento relativamente lento, resulta inevitable un ajuste de las expectativas exageradas de los participantes en los mercados financieros.

En esa situación, el desempeño de la economía real se ve determinado en gran medida por el monto de la deuda pendiente: cuantos más agentes económicos han participado directamente en actividades especulativas basadas en el apalancamiento con fondos prestados, más doloroso resulta el proceso de desapalancamiento, es decir, el proceso por el que el nivel de los empréstitos se adapta a la reducción de los ingresos. Al tratar los deudores de mejorar su situación financiera vendiendo activos y reduciendo gastos, provocan una ulterior disminución de los precios de los activos, mermando considerablemente los beneficios de las empresas y provocando un nuevo proceso de deflación por sobreendeudamiento, que puede conducir a la bajada de los precios de los bienes y servicios al reducir la capacidad de consumir y de invertir en el conjunto de la economía. Por consiguiente, *los intentos de algunos agentes económicos de reducir su deuda dificulta el servicio de la deuda de otros*. La única salida a esa situación es la intervención pública para estabilizar el sistema recurriendo a medidas inflacionarias financiadas por endeudamiento público.

* * *

Es interesante recordar el fin del sistema de Bretton Woods, al amparo del cual el mundo disfrutó de dos decenios de prosperidad y estabilidad monetaria. Desde entonces, la frecuencia y la magnitud de los desequilibrios y las crisis financieras en la economía mundial han aumentado drásticamente, para culminar en la crisis actual. Como los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente se traducen en desequilibrios de la balanza por cuenta de capital, tienen el efecto de propagar rápidamente la crisis financiera entre los países. Los países cuya balanza por cuenta corriente es excedentaria han de prestar de una forma u otra a los países deficitarios la diferencia entre sus ingresos por exportaciones y sus gastos en importaciones. El drástico aumento de las relaciones de deudor a acreedor entre países también guarda relación con la forma en que, tras las crisis financieras de mediados de los años noventa, las economías en desarrollo intentaron resguardarse de las inclemencias de los mercados mundiales de capitales.

Las pérdidas financieras de los países deficitarios o su incapacidad de reembolsar sus préstamos repercuten directamente en los países excedentarios y hacen peligrar su sistema financiero. El contagio por esa vía es particularmente difícil de evitar en el mundo de hoy, en que la regulación de las relaciones monetarias y financieras internacionales brilla por su ausencia. Otra causa importante de los crecientes desequilibrios son las fluctuaciones de los precios relativos de los bienes que son objeto de comercio internacional como resultado de la especulación en los mercados cambiarios y financieros, que provoca grandes desajustes de las paridades monetarias. La especulación en los mercados de divisas propiciada por los diferenciales de los tipos de interés provocó un exceso de gasto en los países receptores de capitales, lo que condujo a su vez a la actual corrección. Como resultado de las entradas de capital atraídas por altos rendimientos, las monedas de los países receptores de capital (caracterizados por tasas de inflación y tipos de interés más elevados) se apreciaron en términos nominales y reales, lo cual provocó grandes variaciones de las ventajas absolutas o del nivel de competitividad general de ciertos países con respecto a otros.

La desconexión creciente entre las variaciones de los tipos de cambio nominales y las variables fundamentales de la economía (principalmente el diferencial de inflación entre los países) ha sido una de las causas principales de la agravación de los desequilibrios mundiales. Para que el incremento del bienestar económico sea sostenible, tiene que poderse compartir sin alterar la posición competitiva relativa de los países. Las empresas que ganan cuotas de mercado a expensas de otras son un componente esencial del sistema de

mercado, pero cuando las naciones obtienen ganancias a costa de otras aprovechando su superior posición competitiva, se plantean inevitablemente problemas. Si las naciones "ganadoras" no están dispuestas a aceptar que se reequilibren plenamente las posiciones competitivas a largo plazo, fuerzan a las naciones "perdedoras" a entrar en mora. Éste es el "problema de la transferencia" que planteó J. M. Keynes hace unos ochenta años y cuya lógica sigue teniendo vigencia hoy en día.

Además de todos esos factores, en los últimos cinco años el vertiginoso aumento de los precios de los productos básicos generó en los países exportadores de estos productos excedentes de cuenta corriente -a veces muy cuantiosos. Sin embargo, cuando llegó el momento de la "corrección", la situación de muchos productores de productos básicos de los países más pobres y más pequeños se deterioró rápidamente. Hay cada vez más indicios de que la financiarización de los mercados de futuros de productos básicos fue un factor determinante de la magnitud y el grado de inestabilidad de los mercados. En muchos mercados físicos de productos básicos, el alza de los precios puede deberse al simple hecho de que todos prevén que van a seguir aumentando los precios, pronóstico que a su vez puede ser resultado del incremento de los precios de los futuros a consecuencia de los vaivenes del poder de especulación entre los mercados financieros, los mercados de futuros de productos básicos y los mercados de divisas.

* * *

La crisis financiera mundial se desató en una situación marcada por la incapacidad de la comunidad internacional para dotar a la economía globalizada de reglas mundiales creíbles, especialmente en lo referente a las relaciones financieras internacionales y las políticas macroeconómicas. Las burbujas especulativas, empezando por la burbuja inmobiliaria de los Estados Unidos, fueron el fruto de una política de desregulación activa de los mercados financieros a escala mundial, ampliamente respaldada por gobiernos de todo el mundo. La distribución de los riesgos y su segmentación -así como la de la información al respecto- se vieron facilitadas por la "titulización" mediante instrumentos tales como valores respaldados por hipotecas inmobiliarias, que parecían satisfacer a los inversores ávidos de ganancias de dos dígitos. Sólo en ese momento entraron en juego la codicia y el despilfarro. Una regulación más adecuada habría hecho imposible concebir expectativas de que instrumentos puramente financieros rindieran utilidades de dos dígitos.

Habida cuenta de que en la mayor parte de los países desarrollados la tasa de crecimiento real no superaba el 5%, esas expectativas carecían de fundamento desde el principio. Quizá sea humano olvidarse de los fracasos del pasado, pero los expertos, los organismos de calificación crediticia, los reguladores y los asesores de los gobiernos saben que no todo el mundo puede registrar ganancias superiores a la media y que la economía real tiene una capacidad limitada para asimilar ingresos generados por la sobrevaloración de los precios de los bienes inmobiliarios y los productos básicos y por los desajustes cambiarios. Esto es algo que se debería haber aprendido de los auges bursátiles de la "nueva economía", pero no fue así. Por el contrario, gran número de participantes en los mercados financieros empezaron a invertir en fondos de cobertura e "instrumentos financieros innovadores". Para mantener altos niveles de rendimiento, esos fondos no podían dejar de asumir riesgos cada vez mayores, valiéndose de complejísimo modelos informáticos para determinar las hipótesis más plausibles sobre el futuro, lo cual no hacía sino aumentar la opacidad de muchos instrumentos. Sólo ahora, con la experiencia de la crisis, muchos participantes y autoridades están empezando a comprender lentamente la importancia del crecimiento económico real y la necesidad de que la tasa de rendimiento del capital se sustente en él.

La crisis ha puesto claramente en evidencia que la globalización del comercio y de las finanzas exige una cooperación y una regulación mundiales. Pero para salir de esta crisis y evitar fenómenos parecidos en el futuro es necesario ir más allá de la regulación bancaria y financiera y abordar la cuestión fundamental de cómo reactivar y extender el multilateralismo en un mundo en proceso de globalización.

* * *

En los mercados financieros, la conducta similar de muchos de los participantes y la cantidad limitada de información por la que se guían justifican un aumento considerable de la intervención estatal. Al contrario de lo que sucede en los mercados atomizados de bienes y servicios, caracterizados por la cantidad colosal de datos independientes entre sí que influyen en la formación de los precios, la mayor parte de la información que determina la conducta de los especuladores y los operadores de cobertura es del dominio público, y la interpretación de esos datos sigue unas pautas de razonamiento bastante simples. Ni los participantes en el mercado ni los gobiernos pueden conocer los precios de equilibrio de los mercados

financieros. Sin embargo, ese no es un argumento válido contra la intervención, ya que ahora sabemos que los participantes en los mercados financieros no sólo desconocen la situación de equilibrio, sino que siguen pautas de conducta que tiende sistemáticamente a alejar del equilibrio los precios financieros. Los gobiernos tampoco conocen la situación de equilibrio, pero son en última instancia los mejor situados para determinar cuándo está el mercado en desequilibrio, especialmente si se adopta como criterio primordial de la regulación la eficiencia funcional y social.

Aunque el mal funcionamiento de los mercados financieros ha destruido la ingenua creencia de que la liberalización financiera irrestricta y la ausencia deliberada de intervención estatal maximizarían el bienestar, la crisis ofrece una oportunidad que se debe aprovechar. Los gobiernos, los órganos de supervisión y las instituciones internacionales han de desempeñar un papel esencial para que toda la sociedad pueda disfrutar de los beneficios potenciales de un sistema de mercado caracterizado por la adopción descentralizada de las decisiones. Para que los mercados atomizados de bienes y servicios puedan funcionar eficientemente, es necesaria una intervención coherente y enérgica en los mercados financieros por parte de instituciones conocedoras del riesgo sistémico, lo que requiere una perspectiva muy diferente de la evaluación del riesgo de un inversor particular. El *laissez-faire* de los últimos veinte años, inspirado por un fundamentalismo de mercado, ha fracasado estrepitosamente. El nuevo proceso de regulación de los mercados financieros ha de tener presentes las ineludibles lecciones de la crisis, entre las que cabe destacar las siguientes:

- La eficiencia financiera debe definirse como la capacidad del sector para estimular el crecimiento económico a largo plazo y para ofrecer servicios que faciliten la distribución del consumo en el tiempo. Un objetivo esencial de la reforma normativa es instaurar un sistema que permita suprimir los instrumentos financieros que no contribuyan a la eficiencia funcional o social;
- Para evitar el arbitraje regulator es necesario que los reguladores puedan abarcar el conjunto del sistema financiero y supervisar todas las transacciones financieras en función del riesgo que engendren;
- La regulación prudencial a nivel macroeconómico debe completarse con políticas prudenciales a nivel macroeconómico tendentes a constituir reservas de amortiguación durante las épocas buenas para evitar la desaparición de liquidez en los períodos de crisis;

- A falta de un sistema internacional verdaderamente cooperativo, los países en desarrollo pueden aumentar su resistencia frente a las conmociones externas manteniendo un tipo de cambio competitivo y limitando los desajustes de paridades monetarias y de plazos de vencimiento en los balances públicos y privados. Si fracasan otras medidas, puede recurrirse a políticas de contingencia, como controles de capital compatibles con las leyes del mercado, para limitar la acumulación de riesgos en las épocas de bonanza.
- Los reguladores de los países en desarrollo deben desarrollar sus sectores financieros gradualmente, para evitar el ciclo de auge y recesión;
- Los reguladores de los distintos países deben intercambiar información, tratar de establecer normas similares y evitar la igualación hacia abajo de la regulación financiera.

En cuanto al aumento de la presencia de inversores financieros en los mercados de futuros de productos básicos, se han indicado varias esferas en las que podrían mejorarse inmediatamente la regulación y la cooperación mundiales:

- Es necesario que se proporcione información completa sobre las transacciones con el fin de que se puedan fiscalizar las operaciones importantes en "*look-alikes*" o contratos similares a los de futuros, que afecten potencialmente a los mercados regulados, y de que los reguladores estén en condiciones de interpretar debidamente los movimientos de los precios e intervenir cuando alguna transacción les parezca problemática;
- Para que la reforma normativa sea eficaz debe colmarse el vacío jurídico en lo referente al corretaje de *swaps*, a fin de que los reguladores puedan corregir los efectos indeseables de los mercados extrabursátiles sobre las bolsas de productos básicos. Los reguladores deben poder intervenir cuando las posiciones de los corredores de *swaps* sobrepasen los límites fijados para las posiciones especulativas y puedan incurrir en "especulación excesiva".
- Otro aspecto esencial de la regulación consiste en la inclusión de datos sobre más productos en los informes de posición detallados de las bolsas de productos básicos de los Estados Unidos y exigir que reúnan datos similares los mercados no estadounidenses en los que se negocian "*look-alikes*". Si se les otorga más poder, los reguladores pueden impedir que

conductas comerciales que originan burbujas afecten negativamente al funcionamiento de los mercados de futuros de productos básicos;

- Es necesario renovar los esfuerzos en pro de un arreglo institucional mundial, respaldado por todos los países interesados, consistente en el establecimiento de una reserva material mínima de cereales (para estabilizar los mercados y atender las emergencias y las crisis humanitarias) y de un mecanismo de intervención. Ha de disponerse la intervención en los mercados de futuros cuando una institución mundial competente considere que los precios de mercado se alejan significativamente de una banda dinámica de precios basada en los parámetros fundamentales del mercado. Ese mecanismo mundial debe poder apostar en contra de las posiciones de los fondos de cobertura y de otros grandes participantes en el mercado, y asumir la función de "creador de mercado".

En una economía globalizada, las intervenciones en los mercados financieros exigen la cooperación y la coordinación de las instituciones nacionales y la supervisión de las actuaciones nacionales por instituciones especializadas con un mandato multilateral. En plena crisis esa concertación resulta todavía más importante que en situación normal. No parece apropiada la tendencia de muchos gobiernos de volver a confiar a los mercados financieros la función de juez o jurado del proceso de reforma, del que depende el destino de naciones enteras. Es indispensable estabilizar los tipos de cambio mediante una intervención pública directa y coordinada, respaldada por mecanismos de supervisión multilateral, en vez de confiar en el poder de autorregulación del mercado y de tratar de "convencer" a los participantes en el mercado de la "credibilidad de las políticas" del país cuya moneda se ha depreciado, lo que suele conllevar la aplicación de políticas procíclicas, como recortes del gasto público y aumentos de los tipos de interés.

Para resolver los problemas de exceso de actividad especulativa en el sector financiero es necesario enfocarlos de manera integrada. Por ejemplo, si se abordan únicamente los aspectos nacionales del nuevo proceso de regulación para impedir el resurgimiento de burbujas inmobiliarias y la creación de instrumentos financieros de alto riesgo conexos, sólo se conseguirá intensificar la especulación en otros ámbitos, como las bolsas. Al prevenirse la especulación sobre las divisas mediante un nuevo sistema monetario mundial con mecanismos de ajuste automático de los tipos de

cambio, puede ocurrir que la especulación en busca de ganancias rápidas se reoriente hacia los mercados de futuros de productos básicos y aumente su volatilidad. Análogamente, el éxito de una región en la lucha contra la especulación puede colocar a otras regiones en el punto de mira de los especuladores. Si no se cierra el gran casino, no habrá solución duradera.