

## **LA RECUPERACIÓN Y LOS DESEQUILIBRIOS ACTUALES DE LA ECONOMÍA MUNDIAL EN UNA PERSPECTIVA A MÁS LARGO PLAZO**

---

### **A. Crecimiento y desequilibrios**

---

Sobre la recuperación y el crecimiento sostenido de la economía mundial se han cernido dos amenazas desde la crisis asiática de 1997, una en el lado real y otra en el sector financiero. La primera era el impacto sobre las economías desarrolladas de lo que se esperaba fuera un pronunciado incremento de la competitividad y de las exportaciones del Asia oriental cuando las economías de esa región golpeadas por la crisis se beneficiaron de unas devaluaciones masivas de sus monedas, obligando a cambios grandes en las balanzas comerciales. La segunda amenaza era que se produjera un colapso global de los mercados financieros como consecuencia del afán de liquidez a raíz del impago de la deuda rusa a finales del verano de 1998. Ambos hechos provocaron previsiones muy extendidas de una desaceleración mundial y el temor a una recesión.

En realidad, ninguna de esas amenazas se materializó y la economía mundial parece estar disfrutando de una expansión sostenida. El peligro de un diluvio de exportaciones de los países del Asia oriental en ese período se vio muy frenado por el desplome de sus sistemas financieros y de los precios de sus activos, con el resultado de que el ajuste inicial se basó no en unas mayores exportaciones sino en recortes muy cuantiosos de las importaciones. Incluso cuando las exportaciones aumentaron en volumen, el efecto sobre los ingresos se vio compensado con creces por la disminución de sus precios, mientras que el declive de las importaciones de materias primas intensificó la tendencia a la baja de los precios mundiales de los productos básicos que había ya comenzado en 1996. El resultado neto fue un

incremento del poder de compra de los consumidores de los países desarrollados que hizo que la demanda y la producción se expandieran rápidamente en condiciones de estabilidad de precios.

Al no registrarse presiones sobre éstos, la Reserva Federal de los Estados Unidos dejó que la economía creciera a un ritmo que superaba con mucho lo que se consideraba era el nivel potencialmente no inflacionario, ampliando así las posibilidades productivas y la tasa de crecimiento sin inflación. El crecimiento prosiguió a un ritmo que no sólo era superior a lo previsto sino que, al cifrarse en más del 4%, duplicó lo que se consideraba el potencial máximo. En realidad, la tasa de crecimiento potencial ahora se ha revisado al alza, desde alrededor del 2,5% a más del 3%, en vista de lo que parece ser un incremento anual estable de la productividad laboral a una tasa por encima del 2%<sup>1</sup>.

Las consecuencias de la baja de los precios de los productos primarios fueron especialmente agudas en la Federación de Rusia, donde los ingresos fiscales y aquellos en divisas se habían vuelto casi totalmente dependientes del comercio de bienes. La disminución de los ingresos de exportación condujo al impago de los intereses de la deuda pública y a un colapso del rublo. Como muchas instituciones financieras de países desarrollados se vieron afectadas directa o indirectamente, la insolvencia del Gobierno ruso amenazó la estabilidad financiera mundial; hubo una pérdida de confianza en todas las inversiones financieras salvo en las muy seguras, y la

adquisición de efectos públicos se vio frenada en seco, excepto de los que gozaban de mucha solvencia. Los valores públicos estadounidenses se convirtieron así en el refugio de inversores que no querían correr riesgos y se beneficiaron de una prima sustancial de liquidez.

En este caso, la Reserva Federal no sólo se abstuvo de elevar los tipos de interés, sino que también actuó rápidamente para reducirlos con el fin de contrarrestar la creciente prima de riesgo y la venta de activos financieros inducida por un deseo de liquidez, evitando con ello la amenaza para el crecimiento mundial del contagio implícito en los vínculos entre mercados financieros nacionales. Esta distensión monetaria, que prosiguió en el año 2000 con los esfuerzos para contrapesar el riesgo de la conmoción sistémica que se temía se registrara en razón del “efecto 2000”, contribuyó mucho a que la economía estadounidense siguiera funcionando como el motor del crecimiento mundial, en particular proporcionando mercados a las economías del Asia oriental en vías de recuperación. En el segundo semestre de 1998, estos países ya habían empezado a beneficiarse de los ajustes de sus políticas fiscales y monetarias nacionales y liberado finalmente el potencial de exportación implícito en sus grandes devaluaciones y en su exceso de capacidad, produciendo unos superávits por cuenta corriente sin precedentes.

De esta suerte, los factores que contrarrestaron las dos amenazas a la economía mundial en 1998-1999 han servido para acelerar el crecimiento en los Estados Unidos. También produjeron unas entradas sostenidas de capital en ese país por encima de los déficits por cuenta corriente, cuando los inversores internacionales buscaron la seguridad de activos en dólares. La atracción de esta moneda, juntamente con la concentración de emisiones nuevas de compañías con tecnología de Internet en los Estados Unidos, hizo que se registrara un incremento constante de los activos, que ha servido de base para que aumenten tanto la inversión privada como el gasto en consumo de los particulares. El rápido crecimiento y un dólar en alza han redundado en un creciente déficit por cuenta corriente conforme los Estados Unidos actuaban como “comprador en última instancia” del resto del mundo. Esta combinación de un déficit en cuenta corriente cada vez mayor y un dólar fuerte recuerda los primeros años del decenio de 1980, cuando la situación se consideró por casi todos que era insostenible y condujo al “aterrizaje duro” del dólar en 1986-1987.

Al igual que en aquel decenio, el excedente japonés ha sido la principal contrapartida de los déficits estadounidenses, pero ahora hay diferencias sustanciales que sirven para reforzar los actuales desequilibrios. La primera y más obvia es que el diferencial de crecimiento de los Estados Unidos respecto del resto del mundo se basa actualmente en el gasto privado y en las mejoras de productividad debidas a una nueva época tecnológica schumpeteriana, en la que las administraciones públicas son ahorradoras netas. En el Japón, el crecimiento prácticamente nulo y los intentos de combatir la baja de los precios y el estancamiento del gasto privado están creando unos déficits fiscales y una deuda pública crecientes. Como consecuencia de todo ello, la oferta de bonos estadounidenses que sirven para satisfacer la mayor preferencia mundial por activos en dólares está disminuyendo, mientras que la oferta de bonos públicos japoneses, que no satisfacen esa necesidad, va en aumento. En tales condiciones, el resultado lógico es que los tipos de los bonos estadounidenses bajen y los de los japoneses suban, creando expectativas de ganancias en el caso de los primeros y de pérdidas en el de los segundos. Tales expectativas han compensado mucho la reciente atracción que han ejercido los valores japoneses sobre compradores foráneos y respaldado el flujo de fondos desde el Japón a los Estados Unidos. Como las instituciones financieras japonesas poseen una gran proporción de bonos nacionales, todo incremento sustancial de los tipos de interés internos conducirá a grandes pérdidas de capital, obstará el proceso de reconstrucción del sistema financiero y reducirá los préstamos al sector privado<sup>2</sup>.

La crisis del Asia oriental y su recuperación han reforzado también la demanda de activos en dólares. Los superávits por cuenta corriente de la región se consideran necesarios no sólo para proporcionar los fondos con los que reembolsar la deuda en dólares a corto plazo, sino también para satisfacer la redoblada preferencia de liquidez de esos países en forma de mayores reservas internacionales como protección frente a futuras crisis. Así, sus haberes frente a los Estados Unidos generados por los excedentes comerciales se mantienen gustosamente en dólares para proporcionar una liquidez que sirva de colchón protector defensivo. Los altos tipos de interés en los Estados Unidos favorecen que se tengan reservas en dólares, tanto más en vista de las grandes pérdidas registradas por los activos emitidos recientemente en euros. Las reservas se ven, además, acrecentadas cuando los países intervienen para vender moneda nacional contra

dólares para impedir apreciaciones reales no deseadas que podrían yugular el proceso de recuperación.

De este modo, la región del Asia oriental, que tiene el mayor superávit de exportaciones del mundo, gracias a su tendencia a mantener esos excedentes en activos en dólares, ha brindado respaldo al dólar pero ha hecho difícil que los Estados Unidos reduzcan sus déficit. Conforme la recuperación prosiga, las importaciones aumentarán y los superávit en cuenta corriente disminuirán, pero es probable que las corrientes de capital a la región se incrementen. Como la volatilidad de esas corrientes fue la razón principal de la crisis anterior, cabe esperar que esos países seguirán dedicando proporciones mayores de sus entradas de capital a reservas, manteniendo la crecida demanda de activos en dólares como cobertura de liquidez y frente a posibles riesgos<sup>3</sup>.

Europa es la otra región con un superávit por cuenta corriente. El crecimiento en la UE no ha sido por lo general suficiente para reducir el desempleo, aunque se registren algunas excepciones importantes. Europa se ha quedado a la zaga de los Estados Unidos en la explotación de tecnologías nuevas en comunicaciones e informática para incrementar la productividad. Por consiguiente, existen ahora diferencias sustanciales entre el crecimiento de la productividad laboral en Europa y en los Estados Unidos, lo que constituye una tendencia inversa de la que hubo en la posguerra cuando la productividad europea predominó. Un modo de superar ese rezago ha sido adquirir compañías estadounidenses o iniciar operaciones en los Estados Unidos; a decir verdad, este país se ha convertido en un receptor neto de IED. Mientras la inversión europea de esta índole en aquel país se triplicó con creces entre 1995 y 1998, cifrándose en más de 160.000 millones de dólares, la corriente en dirección opuesta aumentó sólo de 50.000 millones a 70.000 millones de dólares<sup>4</sup>. Como muchas empresas estadounidenses son ahora genuinamente universales, se consideran las que se hacen en ellas como inversiones mundiales, y las carteras europeas han incrementado sus tenencias de valores estadounidenses. Este proceso recibió un nuevo impulso al introducirse el euro, que eliminó las ventajas de diversificar activos denominados en otras monedas de la UE.

Ni la fortaleza del dólar respecto del euro ni los tipos de interés más altos de los Estados Unidos han hecho mucho para reducir los actuales desequilibrios que existen en el comercio, el crecimiento y las corrientes de capital entre ese

país y Europa. Como la fortaleza de su moneda se debe a la demanda externa de activos en dólares, refuerza el consumo en los Estados Unidos por conducto del mayor patrimonio de los hogares, habida cuenta de la parte relativamente elevada de acciones y obligaciones en esos patrimonios, y gracias también al creciente poder de compra. Así, unos tipos de interés altos no son muy eficaces para prevenir el recalentamiento mediante su efecto sobre la demanda interna y el dólar. Por otra parte, como en la UE el comercio con el resto del mundo representa una pequeña proporción del PIB, cabe esperar poca transferencia del gasto de los Estados Unidos a Europa como consecuencia de la debilidad del euro. En cambio, en tanto en cuanto un dólar fuerte induzca al Banco Central Europeo (BCE) a elevar los tipos de interés, puede obstruir las fuentes internas de crecimiento y frenar la reestructuración de las economías de la UE. Parece, por tanto, que la fortaleza del dólar exacerba el diferencial en el crecimiento de la demanda que existe entre Europa y los Estados Unidos.

La persistencia de desequilibrios similares entre los Estados Unidos y Europa en el decenio de 1960 coadyuvó a que acabase el sistema de Bretton Woods. Entonces el dólar era débil al registrarse grandes salidas de los Estados Unidos en razón de transferencias no comerciales relacionadas con objetivos políticos y militares. Esas corrientes se vieron acompañadas de un persistente déficit presupuestario, de un diferencial positivo en el crecimiento y de uno negativo en los tipos de interés con respecto a Europa. Los Estados Unidos deseaban evitar el empleo de tipos de interés más altos en apoyo del dólar con el fin de no frenar el crecimiento, y la debilidad del dólar contribuyó poco a corregir los desequilibrios externos. No hubo acuerdo acerca de si la política apropiada era reducir en los Estados Unidos el déficit presupuestario y el crecimiento o bien si había que aumentar la demanda y el crecimiento en Europa. Renuentes a actuar sobre los tipos de cambio e incapaces de hacerlo, los Estados Unidos introdujeron toda una gama de controles de capital. El punto muerto acabó resolviéndose con el abandono del sistema de Bretton Woods y de la relación entre el dólar y el oro.

En la situación actual, la medida fiscal equivalente para reducir los déficit comerciales de los Estados Unidos sería incrementar su superávit presupuestario. Si bien esto podría haber sido la respuesta en la era del ajuste fino keynesiano de los decenios de 1950 y 1960, ya no se considera conveniente; tampoco considera deseable la UE recurrir a una política fiscal expansiva a la luz del

Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Así, toda la carga del ajuste descansa sobre la política monetaria, es decir, en un aumento de los tipos de interés en los Estados Unidos respecto de aquellos en la UE. Sin embargo, si tal ajuste incrementa meramente la atracción que ejercen los activos en dólares y alimenta aún más la burbuja de los precios de acciones y obligaciones, puede anularse por sí mismo. El mayor papel del dólar como moneda de reserva y la integración más estrecha de los mercados mundiales de capital restringen, por tanto, la eficacia de la política monetaria de los Estados Unidos para enfriar la economía y reducir su déficit comercial. Lo que podría requerirse en el presente contexto es un impuesto de nivelación sobre los intereses percibidos para reducir la rentabilidad de las tenencias por no residentes de activos estadounidenses<sup>5</sup>.

En todo caso, el ajuste de los desequilibrios mundiales mediante un aumento relativo de los tipos de interés en los Estados Unidos es poco probable, ya que casi todos los mercados emergentes tienen que hacer lo mismo con el fin de retener las entradas de capital. Y lo que es más fundamental, el BCE ha empezado a elevar los tipos de interés en un intento de aliviar la presión inflacionaria prevista, incluso aunque el crecimiento de la UE sea apenas del 3% y el descenso del euro no haya afectado casi a los precios. Claramente, el Banco está poco dispuesto a seguir la pauta de la Reserva Federal en su intento de descubrir si las tasas de crecimiento potencial podrían elevarse gracias a una política económica más conforme.

Un aumento paralelo tanto en los Estados Unidos como en Europa de los tipos de interés (y un incremento eventual de los tipos japoneses para convencer a las empresas de que se reestructuren en lugar de registrar pérdidas con tipos de interés nulos) tendría pocas repercusiones sobre los tipos de cambio de las monedas de los países de que se trata o sobre los desequilibrios comerciales, pero aumentaría mucho los gastos que entraña la deuda de los países en desarrollo. Cada vez más, los indicadores económicos fundamentales de estos países, tales como las balanzas fiscales y por cuenta corriente y la tasa de inflación, dependen de tipos de interés foráneos. En algunas economías (verbigracia Argentina y Hong Kong, China) ese vínculo es más directo, mientras en otros (por ejemplo, el Brasil y muchos países del Asia oriental) opera por conducto de la carga de la deuda exterior y de las corrientes de capital. En todos los casos, sin embargo, unos tipos de interés internacionales más altos supondrían una seria amenaza para la recuperación de los mercados

emergentes. En el Asia oriental, donde tal recuperación se ha producido sin una reestructuración empresarial y financiera apreciable, unos tipos de interés más elevados simplemente harían ese proceso más oneroso, y la reactivación podría verse en su caso frenada por la incapacidad de los sistemas financieros nacionales para proporcionar financiación.

Una fuerte mejora europea, esperada desde 1993, se ha visto reiteradamente retardada por los crecientes tipos estadounidenses, ya que la mayor integración de los mercados financieros y los intentos del BCE de lograr credibilidad se han traducido también en una subida de los tipos de interés en Europa. Es poco probable que el crecimiento pudiera acelerarse en Europa frente a un cambio de coyuntura en los Estados Unidos acompañado de una desaceleración en América Latina y el Asia oriental. Así, los riesgos que se señalaron a raíz de la crisis asiática siguen presentes.

Tal como se dijo antes, ya hubo unos insostenibles desequilibrios similares en la economía mundial durante períodos sustanciales de los decenios tanto de 1960 como de 1980, antes de que provocaran serias perturbaciones del crecimiento global y frenaran las perspectivas de los países en desarrollo. En lo pasado, el mucho ahorro del resto del mundo se vio compensado por el mucho gasto del Gobierno de los Estados Unidos, y la demanda de activos de este país se satisfizo mediante la emisión de valores públicos. Hoy día, es el sector privado estadounidense el que está sosteniendo el gasto mundial. Como las administraciones públicas están registrando un excedente fiscal, la demanda de activos en dólares debida a la mayor incertidumbre de los activos de otros países no puede atenderse con un incremento de la oferta de valores públicos de los Estados Unidos exentos de riesgo sino que requeriría la emisión de activos por el sector privado. La cuestión básica es si los inversores extranjeros que buscan liquidez y seguridad estarían igualmente dispuestos a adquirir activos privados. Puesto que son los valores relacionados con Internet los que suscitan más atención de los inversores, las grandes ganancias esperadas pueden compensar su mayor margen de riesgo respecto de los valores públicos, y el dólar puede convertirse en la moneda de las transacciones internacionales de acciones y obligaciones. Esta tendencia se verá reforzada por la integración que se está produciendo entre Londres y Frankfurt de los mayores mercados bursátiles de Europa, lo que no supone mucho apoyo para el euro. Además, el movimiento tendiente a que se incluyan muchas compañías de

países en desarrollo en los mercados financieros de Nueva York para asegurar una liquidez suficiente viene a reforzar la tendencia a que el dólar se convierta en la moneda en que se hacen las transacciones en el mercado mundial de valores. No obstante, como la deuda privada no es un sustituto perfecto de la deuda del Tesoro, el

creciente superávit presupuestario de los Estados Unidos puede incrementar la fragilidad de la situación actual y aumentar la posibilidad de un “aterrizaje duro” del dólar. En tal caso, las perspectivas globales dependerán mucho de cómo discorra la política monetaria y se coordine entre los Estados Unidos, Europa y el Japón..

---

## **B. Cómo eliminar los desequilibrios mundiales y mantener el crecimiento**

---

Siempre que unos grandes desequilibrios mundiales se producen mediante procesos que se sostienen por sí solos, tales como los que se registran actualmente, la incertidumbre aumenta. Las incertidumbres presentes, sin embargo, no se refieren a la índole de los acontecimientos futuros, sino más bien a su calendario e implicaciones. Caben pocas dudas de que el crecimiento de la economía estadounidense se frenará, ya sea por propio acuerdo o por una acción continuada sobre los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. Por eso mismo, también se puede tener la certeza de que el déficit comercial se reducirá con el tiempo.

Es asimismo probable que la recuperación europea se verá frenada por una caída de las exportaciones si la economía de los Estados Unidos se desacelera de manera autónoma o porque la Reserva Federal eleve los tipos de interés y el BCE imite esas subidas. En consecuencia, aunque su economía equivale en tamaño a la de los Estados Unidos, es poco probable que la UE asuma el papel de los Estados Unidos de apoyo a la demanda mundial. El crecimiento de la UE no podrá ser muy superior al 3% basándose en la demanda interior, e incluso si lograra repetir las tasas de crecimiento estadounidenses, no generaría un déficit externo de tamaño similar al de los Estados Unidos. Por tanto, la UE no puede sustituir a aquel país como “comprador mundial en última instancia” con miras a la recuperación de las economías asiáticas y latinoamericanas.

Ahora que las importaciones del Asia oriental se han restablecido a niveles más normales, toda desaceleración de la economía mundial empeoraría una vez más las cuentas con el exterior de esa zona y la haría más dependiente de las entradas de capital. Casi todos los países de la región han acumulado enormes reservas en dólares para afrontar tal contingencia, y quizá tengan que usarlas pronto. Unas limitaciones más estrictas por

razón de balanza de pagos harán retroceder las tasas de crecimiento a cotas más bajas. Antes de la crisis asiática, la región representaba más o menos la mitad del crecimiento de la demanda mundial, y es poco probable que se vuelva a esa situación, al menos en un futuro previsible.

Al igual que Europa, el Japón ha sido incapaz de generar un crecimiento basado en el gasto interior privado, como en el modelo de los Estados Unidos, y el incremento de su PIB sigue dependiendo de las exportaciones. La recuperación del Asia oriental ha sido un beneficioso complemento de sus programas de gastos fiscales. Pero ahora que el crecimiento de esa región se ha visto frenado, la reactivación del Japón no será muy intensa, y en todo caso demasiado débil para compensar una desaceleración en el resto del mundo, particularmente en los Estados Unidos.

América Latina depende asimismo de los mercados mundiales. A decir verdad, para que las estrategias de desarrollo hacia el exterior de muchos de esos países tengan éxito, será menester un crecimiento regional y un crecimiento mundial que se refuercen entre sí. Una disminución del crecimiento de los Estados Unidos afectaría, por consiguiente, también de manera adversa a las economías latino-americanas.

Resulta así evidente que las optimistas previsiones de un retorno a un crecimiento mundial con tasas superiores al 3% parten del supuesto implícito de que el declive de la demanda estadounidense se verá compensado en el plano internacional. Está claro que el escenario óptimo sería el de un descenso natural del crecimiento de los Estados Unidos sin más incrementos de los tipos de interés en ese país ni en Europa. Si ha de recurrirse a una política monetaria rígida para moderar la expansión estadounidense y eso mismo se aplica en Europa, acompañado en su caso por el abandono por parte del Japón de su política de

tipos de interés nulos, entonces los países en desarrollo se verían doblemente castigados por unos menores ingresos de exportación y unos mayores costos financieros. Si unos tipos de interés más altos produjeran perturbaciones en los mercados financieros, tal como ocurrió en el mercado mundial de bonos en 1994, con unas minusvalías netas muy superiores a las del desplome del mercado bursátil de 1987 o a las de la crisis asiática, entonces los países en desarrollo podrían encontrarse también con muchas restricciones para acceder a financiación privada. Claramente, un colapso de los precios de los bonos se transmitiría rápidamente a los precios de acciones y obligaciones, lo que podría traducirse en un menoscabo del crecimiento de los Estados Unidos al reducir los consumidores su gasto para hacer frente a unos mayores intereses y a unos pagos por márgenes más elevados o para ajustarse a sus niveles patrimoniales más bajos. En 1994, los tipos de interés altos fueron acompañados de un descenso del dólar. Normalmente, ese descenso debería redundar en beneficio de los países en desarrollo. No obstante, si una conmoción de los mercados financieros de alcance mundial produjera un desplazamiento masivo a activos líquidos, es probable que, como en 1998, el dólar se convirtiera en la moneda de refugio, registrándose una combinación de tipos de interés elevados y un dólar fuerte, que en el decenio de 1980 resultó tan perjudicial para los países en desarrollo endeudados. Si bien la distribución del endeudamiento financiero en la situación actual es

diferente, y se tienen menores activos con tipos variables vinculados al tipo de interés estadounidense, bastantes países tienen nexos directos, ya sea mediante juntas monetarias o bien con la indización de la deuda, lo que propicia una transmisión rápida y directa de las fuerzas deflacionarias a sus economías.

Por lo tanto, las perspectivas de la economía mundial no son tan optimistas como la sorprendente recuperación de 1999 hizo que muchos pensaran. Lo que está claro es que las secuelas del naufragio provocado por la crisis asiática de 1997 no pueden ser liquidadas por otro "milagro" en el Asia oriental o por las nuevas tecnologías que parecen estar llevando a los Estados Unidos por una senda de crecimiento potencial más alto. Un sistema financiero y comercial cada vez más interdependiente en el plano mundial difícilmente podrá funcionar con eficiencia si sólo se recurre a un instrumento de política económica, a saber, la política monetaria, especialmente sin una coordinación apropiada. Será menester reintegrar la política fiscal al arsenal de medidas defensivas, así como una mayor cooperación internacional, si se quiere aprovechar todas las posibilidades de las nuevas tecnologías y encaminar a la economía mundial por una vía de mayor crecimiento, lo que permitiría también que los países en desarrollo logaran incrementos sostenidos de su ingreso per cápita.

---

## NOTAS

---

1. Ya en 1995 la secretaría de la UNCTAD adujo que las bajas estimaciones del crecimiento potencial y las altas estimaciones de las tasas naturales de desempleo se debían a una histéresis, y que las economías industriales podrían crecer más aprisa sin que la inflación se acelerara y reducir el desempleo a niveles por debajo de las tasas naturales estimadas si se aplicaba una política económica apropiada (TDR 1995, tercera parte, cap. III). Véase también Newsweek, 18 de septiembre de 1995, págs. 38 y 39.
2. Alrededor del 40% del total de bonos públicos está en manos de organismos públicos tales como el Trust Fund Bureau. En torno a un cuarto se halla en las carteras de los bancos. Se ha estimado que un incremento de 100 puntos básicos en los tipos de interés de los bonos a largo plazo en febrero de 1999 habría producido una pérdida de capital de 1,5 billones de yen tan solo en los bancos que tienen esos efectos. Véase IBJ Securities, Economic analysis report: The dual managed system of the moratorium period, IBJS Research & Reports, abril/mayo de 1999 (<http://www.ibjs.co.jp/e/res-1-1.html>).
3. Sobre el incremento de tendencia a acumular cuantiosas reservas en los mercados emergentes, véase el TDR 1999, cap. V.
4. UNCTAD, base de datos sobre IED/ETN.
5. Medidas similares se usaron en lo pasado, por ejemplo en Suiza a principios del decenio de 1970, cuando se aplicaron intereses negativos a los depósitos de no residentes para frenar las entradas de capital.