

CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO  
Ginebra

**PROHIBIDA LA DIVULGACIÓN**

El contenido del presente documento 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 6 de septiembre de 2011**

**INFORME SOBRE EL COMERCIO  
Y EL DESARROLLO, 2011**

**PANORAMA GENERAL**



**NACIONES UNIDAS**  
Nueva York y Ginebra, 2011

## *Nota*

---

- Las firmas de los documentos de las Naciones Unidas se componen de letras mayúsculas y cifras. La mención de una de estas 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.
- 
- El panorama general contenido en el presente documento se publica también como parte del *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2011* (UNCTAD/TDR/2011, N° de venta: S.11.II.D.3).

UNCTAD/TDR/2011 (Overview)

## **Panorama general**

*El grado de integración e interdependencia económicas del mundo de hoy no tiene precedentes, por lo que la economía globalizada no puede funcionar en beneficio de todos sin la solidaridad y la cooperación internacionales. Esto ha quedado claro en la crisis financiera y económica mundial desencadenada por el derrumbe de varias instituciones financieras grandes y ha puesto de relieve la necesidad de concebir nuevas formas de colaboración mundial. El G-20, que se ha convertido en un importante foro para la cooperación económica internacional, logró coordinar una respuesta política inmediata a la crisis, o "Gran Recesión" como se la conoce ahora. En una primera etapa, los principales bancos centrales adoptaron, de forma coordinada, medidas de política monetaria expansiva y la mayor parte de los miembros del G-20 pusieron en marcha grandes planes de estímulo fiscal y programas de ayuda de emergencia a fin de restablecer la estabilidad financiera. Gracias a los efectos combinados de estas medidas se detuvo la caída libre de la economía y los responsables de las políticas económicas se anotaron un primer triunfo importante en la lucha contra la crisis. Sin embargo, a pesar de intensos debates, apenas se ha avanzado en cuestiones importantes que también interesaban al G-20, como la regulación financiera para, entre otras cosas, hacer frente a los problemas relacionados con la "financiarización" de los mercados de muchos productos básicos y, sobre todo, la reforma del sistema monetario internacional, para reducir los movimientos de capitales volátiles a corto plazo, impulsados principalmente por la especulación cambiaria.*

*Al mismo tiempo, la economía mundial entró en una nueva fase de fragilidad porque no se logró un crecimiento autosostenido basado en el gasto privado y el empleo, especialmente en los países*

*desarrollados. Muchos de esos países han reorientado su política fiscal, abandonando los planes de estímulo y optando por la reducción del gasto público, lo cual podría provocar un estancamiento prolongado, o incluso una contracción, de su economía. Habida cuenta del estancamiento del empleo y los salarios en los Estados Unidos, Europa y el Japón, estos países deberían seguir adoptando políticas de reactivación económica en vez de tratar de "recuperar la confianza de los mercados financieros" con recortes prematuros del gasto público. El principal riesgo global es que los salarios y los ingresos de las masas no aumenten lo suficiente para alimentar un crecimiento sostenible y globalmente equilibrado, basado en la demanda interna. Esto significa que el riesgo de que aumente la inflación a consecuencia de una subida de los precios de los productos básicos es muy pequeño. Solo unos cuantos países caracterizados por un fuerte crecimiento económico y una dinámica de aumento excesivo de los salarios se exponen a riesgos inflacionarios.*

*El repunte de los precios de los productos básicos ha contribuido a que los países en desarrollo sigan creciendo, pero esos precios son sumamente inestables, pues están sujetos a la fuerte influencia de las actividades especulativas de los agentes del mercado, que obedecen a consideraciones puramente financieras. Aunque en varios países en desarrollo grandes hoy en día el crecimiento depende más de factores internos que de las exportaciones, sigue siendo vulnerable a los reveses que se registren en el sistema financiero internacional. Estos países están expuestos a movimientos de capital a corto plazo, que suelen presionar al alza sus monedas y por lo tanto perjudican al sector exportador. Así pues, los países en desarrollo corren el riesgo de sufrir efectos negativos considerables y deberían procurar mantener la estabilidad de las condiciones macroeconómicas internas y protegerse de las perturbaciones externas. Conforme vayan avanzando con éxito hacia el desarrollo, es preciso que hagan oír más su voz en el debate mundial sobre un nuevo ordenamiento del sistema monetario y financiero internacional.*

*La economía mundial sigue luchando para recuperarse de la peor recesión registrada desde la Gran Depresión. Con políticas anticíclicas valientes y coordinadas a nivel mundial se logró evitar in extremis un descalabro económico. Sin embargo, las autoridades responsables no pueden perder esta oportunidad de llevar a cabo una profunda reorientación de las políticas y las instituciones económicas. Una regulación estricta del sector financiero, a fin de orientarlo más hacia la inversión en capital fijo, es indispensable para dar mayor estabilidad a la economía mundial y ponerla de nuevo en la vía del crecimiento sostenible. Para ello se requiere una mayor coherencia entre el sistema de comercio multilateral y el sistema monetario internacional. A nivel nacional y regional, hay razones de peso para reorientar la política fiscal teniendo en cuenta los imperativos de la situación macroeconómica general en vez de centrarse exclusivamente en equilibrar presupuestos o alcanzar objetivos rígidos de reducción del déficit público. Ahora bien, a menos que se invierta la tendencia actual a una disminución de los ingresos previstos de los hogares medios, y se opte de nuevo por políticas que fomenten el aumento de los ingresos colectivos para impulsar un desarrollo sostenible y equilibrado en los países ricos y los países pobres por igual, todos los demás intentos de reactivar el crecimiento serán vanos.*

### **La recuperación de la economía mundial se está debilitando, con graves riesgos de recaída**

En 2011 ha disminuido el ritmo de la recuperación de la economía mundial. Según las previsiones, el PIB mundial aumentará un 3,1%, mientras que en 2010 registró un incremento del 3,9%. En muchos países desarrollados, la ralentización podría incluso acentuarse en el curso del año a consecuencia de las políticas de los gobiernos destinadas a reducir los déficits públicos o los déficits por cuenta corriente. En la mayor parte de los países en desarrollo, la dinámica del crecimiento sigue siendo mucho más fuerte, impulsada principalmente por la demanda interna.

Desde mediados de 2010 han desaparecido gradualmente los efectos positivos iniciales de los ciclos de existencias y los programas de estímulo fiscal, dejando al descubierto una debilidad fundamental del proceso de recuperación de las economías desarrolladas. La demanda privada por sí sola no basta para mantener la recuperación; el consumo interno sigue siendo flojo, debido a la persistencia de elevadas tasas de desempleo y al estancamiento o escaso aumento de los salarios. Además, en varios países, el endeudamiento de los hogares se mantiene elevado y los bancos se muestran renuentes a conceder nuevos créditos. En esta situación, la reorientación hacia políticas de austeridad fiscal y restricción monetaria podría sumir a los países desarrollados en un largo período de crecimiento modesto, cuando no de verdadera contracción económica.

En los Estados Unidos, la recuperación se ha estancado y el ritmo de crecimiento es muy inferior al necesario para hacer mella de manera significativa en el desempleo. La segunda ronda de medidas de expansión monetaria tampoco se ha traducido en un incremento del crédito para las actividades económicas internas, pues la demanda interna ha seguido siendo insuficiente, debido al estancamiento de los salarios y el empleo. Como hay poco margen para seguir bajando los

tipos de interés —que se encuentran a unos niveles históricamente muy bajos— y como los estímulos fiscales se están retirando, es muy poco probable que se reanude pronto un crecimiento satisfactorio. En el Japón, la recuperación se ha visto frenada por los efectos de las perturbaciones sin precedentes que el terremoto y el *tsunami* de marzo causaron en la cadena de producción y distribución y en la generación de energía. En la Unión Europea, se prevé que la tasa de crecimiento no llegará al 2% en 2011, aunque con variaciones considerables entre los países miembros. En Alemania, la reactivación de las exportaciones (especialmente a Asia) y de la inversión, además del incremento del gasto público, hicieron posible un marcado aumento de la actividad económica en 2010 y principios de 2011, pero, al igual que en las demás economías desarrolladas, los ingresos de las masas siguen siendo muy insuficientes, al igual que la demanda interna.

Con la crisis del euro sin resolver, la reaparición de graves tensiones en el mercado de la deuda en el segundo trimestre de 2011 y la perspectiva de que las medidas de austeridad se extiendan a toda Europa, existe un alto riesgo de que la eurozona siga siendo un lastre para la recuperación mundial. Las medidas de austeridad, principal respuesta a la crisis del euro, pero que no tienen en cuenta la necesidad de crecimiento de la demanda interna de la región, podrían resultar sumamente contraproducentes. Los países de la eurozona afectados por la crisis afrontan condiciones sumamente difíciles. Necesitarían tipos de interés bajos y una reactivación del crecimiento, pero presentan en cambio una dinámica de crecimiento muy lenta y los tipos de interés del mercado sobre la deuda pública son prohibitivos.

### **El crecimiento relativamente rápido de los países en desarrollo se ha basado principalmente en la demanda interna**

Las tasas de crecimiento en los países en desarrollo probablemente seguirán siendo mucho más altas —situándose en casi el 6,5%— que en los países desarrollados. En muchos países en desarrollo, el

crecimiento se ha basado más en la demanda interna que en las exportaciones. Las economías de mercado emergentes (como el Brasil, la India, Sudáfrica y Turquía, entre los miembros del G-20) se han visto frente al gran problema de las entradas de capital a corto plazo, atraídas por tipos de interés más altos, que reflejan tasas de inflación más elevadas o a políticas monetarias más restrictivas. Esas entradas de capital ejercen una enorme presión al alza sobre las monedas nacionales de esos países y tienden a debilitar su sector exportador y acentuar su déficit por cuenta corriente. En el Brasil, el Banco Central intervino enérgicamente en el mercado de divisas, pero al mismo tiempo siguió aumentando su tipo de interés oficial, aunque en términos reales se hallaba ya a un nivel muy alto, y se endureció la política fiscal. El Banco Central de la Federación de Rusia adoptó medidas análogas.

Todas las regiones en desarrollo han seguido registrando una fuerte expansión, excepto África del Norte y algunos países del Asia Occidental, en los que la inestabilidad política ha tenido repercusiones negativas en la inversión y el turismo y, por ende, también en el crecimiento. El Asia Oriental, Meridional y Sudoriental siguen ostentando las tasas más altas de crecimiento del PIB, a pesar de que se observa cierta tendencia a la ralentización, consecuencia de las perturbaciones que ha sufrido la cadena de producción y distribución en el Japón, de las condiciones monetarias más restrictivas y de la debilidad de la demanda en algunos de los principales mercados de exportación, en particular los Estados Unidos y el Japón. En China, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB ha disminuido y la inversión en capital fijo y el consumo privado son ahora los dos principales motores del crecimiento. El incremento de los salarios en China ha contribuido en gran medida a reducir la dependencia de la economía china de las exportaciones, de modo que la plena participación de la fuerza de trabajo en el aumento de la productividad del país está contribuyendo efectivamente a reequilibrar la demanda mundial.

En América Latina y el Caribe, la expansión sigue siendo vigorosa. Mientras que la economía brasileña acusa una ralentización, está



previsto que la Argentina y la mayoría de los países andinos registren otro año de rápido crecimiento. En México y la mayor parte de las pequeñas economías de América Central y el Caribe, el crecimiento será mucho más modesto, principalmente debido a su dependencia de las exportaciones a los Estados Unidos. Es probable que el África subsahariana siga creciendo al mismo ritmo rápido que en 2010. Gracias a la mejora de la relación de intercambio, la inversión en infraestructuras y las políticas fiscales expansivas deberían fomentar el crecimiento económico de la subregión, tendencia que se reforzará con el rápido desarrollo del sector de los servicios. Sin embargo, es poco probable que las tasas de crecimiento del PIB en el África subsahariana contribuyan a una reducción significativa de la pobreza en un futuro próximo, pues en muchos casos el progreso económico no llega a beneficiar a toda la población.

En las economías en transición, es poco probable que las tasas de crecimiento alcancen el promedio de los países en desarrollo, pero han reanudado la tendencia que seguían antes de la crisis y deberían aumentar a un ritmo bastante más rápido que las de los países desarrollados.

### **La recuperación del comercio internacional y la volatilidad de los precios en los mercados de productos básicos**

El comercio internacional de bienes y servicios experimentó una fuerte recuperación en 2010, tras haber sufrido su mayor caída desde la segunda guerra mundial. Según las previsiones, en 2011 la tasa de crecimiento del volumen del comercio internacional será de un dígito, frente al 14% registrado en 2010, en particular en las economías desarrolladas. Los precios de los productos básicos repuntaron muy al principio del ciclo y se han caracterizado por su extremada volatilidad, debida en gran parte a una mayor presencia de inversores financieros en los mercados de productos básicos.

Si bien el índice de precios de los alimentos de la UNCTAD superó en febrero de 2011 los niveles alcanzados durante la crisis alimentaria de 2007-2008, la situación de la seguridad alimentaria parece ser menos crítica que en esa época, gracias al precio relativamente bajo del arroz y a la buena cosecha de cereales registrada en África en 2010. Además, la mayoría de los países exportadores de alimentos no impusieron restricciones a las exportaciones, restricciones que habían contribuido considerablemente a la crisis alimentaria de 2007-2008. Con todo, la subida de los precios de los alimentos en 2010-2011 podría tener graves consecuencias para la seguridad alimentaria, a la que se suma la amenaza de hambruna en el África Oriental. Una vez más, esa subida acentuará la extrema pobreza, pues según las previsiones, la factura de las importaciones alimentarias de los países de bajos ingresos y con déficit de alimentos aumentará un 27% en 2011. Por lo tanto, los gobiernos deben adoptar medidas para paliar el impacto de esta situación en los más pobres.

En cierta medida, la subida de los precios de los productos básicos ya está contribuyendo a la ralentización de la actividad económica general en los países consumidores, puesto que provoca una reducción del poder adquisitivo en un momento en que los ingresos de los hogares se ven afectados por las altas tasas de desempleo, la lentitud del crecimiento de los salarios y el proceso de desapalancamiento de la deuda, en particular en los países desarrollados. Si el aumento de los precios de los productos básicos llegara a provocar un endurecimiento generalizado de las políticas monetarias en todo el mundo, podría convertirse en una grave amenaza para la recuperación. El Banco Central Europeo, por ejemplo, sigue guiándose por la inflación general y desde abril de 2011 ha adoptado una política monetaria más restrictiva. Sin embargo, vista la grave atonía del mercado laboral en los Estados Unidos y en Europa, donde no aumentan los salarios ni siquiera en valor nominal, el riesgo de que la subida de los precios de los productos básicos desencadene una espiral inflacionaria es insignificante. Así pues, una política monetaria restrictiva no es la medida adecuada para hacer frente a los mayores precios de los productos básicos, que son principalmente resultado de

factores externos, en su mayor parte relacionados con los problemas de la oferta y el impacto de los mercados financieros.

De manera análoga, en las economías de mercado emergentes, la inflación general se debe menos al sobrecalentamiento que al hecho de que los precios de los alimentos y la energía pesen mucho más en los índices de precios al consumidor de los países pobres que en los de los países desarrollados. En esas circunstancias, el endurecimiento de la política monetaria sin que haya sobrecalentamiento podría parecer fuera de lugar, puesto que en la mayor parte de los casos los efectos de segunda ronda han sido limitados.

### **El lento crecimiento de los salarios compromete la recuperación**

Los ingresos salariales son el principal motor de la demanda interna en los países desarrollados y en las economías de mercado emergentes. Por consiguiente, un aumento de los salarios es indispensable para que haya recuperación y crecimiento sostenible. Ahora bien, en la mayor parte de los países desarrollados, hay escasas probabilidades de que un aumento de los salarios dé lugar o contribuya significativamente a la recuperación. Lo que es aún peor, además de los riesgos que conlleva un ajuste fiscal prematuro, en muchos países existe un riesgo creciente de que se acentúe la presión a la baja sobre los salarios, lo cual frenaría aún más el gasto de consumo privado. En muchos países en desarrollo y economías de mercado emergentes, especialmente en China, la recuperación ha estado impulsada por el aumento de los salarios y las transferencias sociales y una expansión concomitante de la demanda interna. Sin embargo, como los países desarrollados siguen siendo importantes destinatarios de las exportaciones, el flojo crecimiento de esos mercados, junto con las presiones al alza sobre las monedas de los países en desarrollo, puede favorecer una compresión relativa de los salarios también en esos países.

Si los salarios aumentan en menor medida que la productividad, la demanda interna se incrementa más lentamente que la oferta potencial. La brecha que se abre de esa forma entre la demanda y la oferta puede colmarse temporalmente recurriendo a la demanda externa o estimulando la demanda interna mediante la expansión del crédito y el aumento de los precios de los activos. La crisis mundial ha demostrado que ninguna de esas dos soluciones es sostenible. La aplicación simultánea en muchos países de estrategias de crecimiento basadas en las exportaciones se traduce en una carrera de igualación de los salarios a la baja y tiene un sesgo deflacionario. Además, si un país logra generar un superávit comercial significa que en otros países se produce un déficit comercial, con los consiguientes desequilibrios comerciales y endeudamiento externo. Por otra parte, si el crédito fácil y la subida de los precios de los activos provocan gastos excesivos, como ocurrió en los Estados Unidos antes de la crisis, la burbuja necesariamente estallará en algún momento, con consecuencias graves tanto para la economía financiera como para la real. Por lo tanto, es importante que se adopten medidas para detener e invertir las tendencias insostenibles en la distribución de los ingresos.

### **Argumentos en favor de una política de ingresos**

Dada la importancia del consumo para estimular la demanda mundial, la aplicación de políticas de ingresos en las economías más grandes podría contribuir significativamente a una expansión equilibrada, especialmente si se tiene en cuenta que la recuperación mundial sigue siendo frágil. Un elemento esencial de una política de ese tipo es el ajuste de los salarios reales en función de la productividad, de modo que el consumo interno pueda aumentar a la par que la oferta. Esto contribuiría también a evitar un aumento de los costos laborales unitarios y a mantener bajo control la principal fuente interna de inflación. De ese modo sería posible que la política monetaria no se centrara tanto en la estabilidad de los precios sino que más bien fomentara una financiación de bajo costo de las inversiones

en capacidad productiva real, lo cual a su vez podría crear nuevas oportunidades de empleo. El mejor anclaje de las expectativas de inflación consiste en aumentar los salarios a un ritmo que corresponda aproximadamente a la tasa de crecimiento de la productividad, ajustada en función del objetivo de inflación.

Los problemas que aquejan actualmente a la eurozona son, en gran medida, resultado de aumentos salariales divergentes en los Estados miembros. Desde que se creó la eurozona, los salarios han aumentado con mayor rapidez que la productividad y el objetivo oficial de inflación del Banco Central Europeo en algunos Estados miembros, y mucho menos en otros, lo que ha generado considerables diferencias de competitividad. A diferencia de las economías de mercado emergentes que atravesaron situaciones similares de crisis en el pasado, los países de la eurozona que han perdido competitividad y deben afrontar ahora graves problemas de endeudamiento no tienen la opción de devaluar su moneda. Por lo tanto, además de las transferencias de ingresos, ha de ser parte esencial de la solución una política explícita de aumento de los salarios en los países con superávit, especialmente en Alemania, a fin de reducir los problemas creados por la pérdida de competitividad en los países más afectados por la crisis.

### **Un breve "momento keynesiano"**

Después de que durante muchos años se pidiera reiteradamente una menor intervención del Estado en la gestión económica, muchos gobiernos, tanto de países desarrollados como de economías de mercado emergentes, pusieron en marcha grandes planes de estabilización para restablecer la demanda agregada e intervinieron para rescatar al sector financiero. Antes de la crisis, se solía considerar que las políticas fiscales expansivas eran ineficaces, porque todo aumento del déficit del sector público tendría necesariamente como contrapartida un ajuste a la baja del gasto privado. Pero como la política monetaria no tuvo sino un impacto limitado durante la crisis,

se fue dejando de lado la preocupación ortodoxa por mantener el equilibrio presupuestario y los objetivos fiscales a corto plazo, y se volvió a ver en los gobiernos a "compradores y prestamistas de última instancia".

Sin embargo, la evolución reciente de la política fiscal y monetaria de muchas economías y las recomendaciones de importantes instituciones internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), apuntan a que el reconocimiento de la necesidad de un estímulo fiscal durante la crisis no ha ido acompañado de un replanteamiento más profundo de los principios de política macroeconómica. En 2011 muchos gobiernos cambiaron una vez más la orientación de sus políticas, pasando de la expansión fiscal al ajuste fiscal, y otros piensan hacer lo propio. Esto es sumamente preocupante, pues en la mayor parte de las economías desarrolladas que se vieron gravemente afectadas por la crisis financiera el sector privado todavía no ha concluido el proceso de desapalancamiento por el cual los agentes no financieros intentan reducir su endeudamiento y los bancos tratan de restablecer su coeficiente de capital. En ese proceso de deflación de deuda, aunque continuara la expansión monetaria y se mantuvieran bajos los tipos de interés, no cabría esperar un verdadero efecto de reactivación.

Los partidarios del ajuste fiscal sostienen que es indispensable para restablecer la confianza de los mercados financieros, que a su juicio es la clave de la recuperación económica, a pesar de que se ha reconocido casi universalmente que la crisis se originó en los fallos de los mercados financieros. Cabe pensar entonces que no se ha aprendido mucho acerca de los peligros de confiar demasiado en el criterio de los agentes de los mercados financieros, incluidas las agencias de calificación crediticia, en lo que respecta a la situación macroeconómica y la idoneidad de las políticas macroeconómicas. Habida cuenta de la irresponsabilidad con que actuaron muchos agentes privados de los mercados financieros en el período anterior a la crisis y de lo costosa que fue la intervención estatal para evitar el derrumbe del sistema financiero, es sorprendente que gran parte de la

opinión pública y muchas autoridades políticas vuelvan a guiarse por el criterio de esas instituciones para determinar qué constituye una gestión macroeconómica correcta y la solidez de las finanzas públicas.

### **El fuerte impacto fiscal de la crisis**

El aumento de la deuda pública no se debe a políticas fiscales imprudentes. Antes de la crisis, entre 2002 y 2007-2008, habían mejorado notablemente las balanzas fiscales en todo el mundo, principalmente de resultados de grandes aumentos de los ingresos públicos tanto en términos absolutos como en porcentaje del PIB. Este fue un subproducto de la aceleración generalizada del crecimiento de la producción y, en muchos países exportadores de productos básicos, fue también resultado del auge de los precios de los productos básicos en los mercados internacionales. Además, se observó una disminución general de la proporción del gasto público correspondiente al pago de intereses, principalmente gracias al descenso de los tipos de interés reales. De ahí que muchos países gozaran de un espacio fiscal considerable cuando estalló la crisis.

La crisis provocó un deterioro significativo de las cuentas del sector público, por efecto de los estabilizadores automáticos, que hicieron descender los ingresos y aumentar los gastos, y a consecuencia de los planes de estímulo fiscal, muchos de ellos de una magnitud sin precedentes. En muchos países en desarrollo, las cuentas fiscales resultaron también muy afectadas por una caída brusca de los precios de los productos básicos y el aumento de los diferenciales entre tipos de interés de la deuda pública. En varios países desarrollados las balanzas fiscales se deterioraron a causa del rescate público de instituciones financieras en dificultades, que en gran medida supuso una conversión de la deuda privada en deuda pública. En 2008 y 2009 aumentó en todas las regiones el porcentaje del PIB correspondiente al gasto público, mientras que los ingresos públicos disminuyeron. Esta disminución fue especialmente marcada en los países africanos, los del Asia Occidental y las economías en transición, cuyos ingresos fiscales

dependen en gran medida de la exportación de productos primarios, y más moderada en la mayor parte de las economías del Asia Oriental y Sudoriental y de América Latina.

En los países desarrollados fue crucial adoptar medidas contundentes de estímulo fiscal para contrarrestar la fuerte disminución de la demanda privada, puesto que ni las medidas monetarias más expansivas surtían los efectos deseados en una situación de desapalancamiento privado generalizado. Los Estados Unidos aplicaron el plan de estímulo más grande, tanto en valores nominales como en porcentaje del PIB, seguidos por el Japón y Alemania. En los países desarrollados, un 40% del estímulo fiscal anunciado consistió en recortes de impuestos. En muchos países en desarrollo y economías en transición, los planes de estímulo representaron un porcentaje del PIB mayor que en las economías desarrolladas y se prefirió aumentar gastos que rebajar impuestos.

Las políticas anticíclicas y la recesión provocaron un aumento brusco de la relación entre la deuda pública y el PIB en los países desarrollados, que al final de 2010 estaba muy por encima del 60%, nivel superior al máximo alcanzado en 1998. En los países en desarrollo y las economías de mercado emergentes, esa relación aumentó solo moderadamente tras la pronunciada reducción experimentada en años anteriores, de modo que es ahora muy inferior a la de los países desarrollados. Sin embargo, hay variaciones sustanciales entre los países en desarrollo y algunos países de bajos ingresos siguen agobiados por la deuda.

### **El espacio fiscal no es una variable estática**

Como el déficit presupuestario y la deuda pública han aumentado mucho en varios países, se ha generalizado la opinión de que ya se ha agotado —o está por agotarse— el margen disponible para un estímulo fiscal prolongado, especialmente en los países desarrollados. También es común la opinión de que en varios países el nivel de



endeudamiento ha llegado, o se está acercando, a un nivel más allá del cual peligra la solvencia fiscal.

Ahora bien, el espacio fiscal es, en gran medida, una variable endógena. Una política fiscal proactiva afectará el saldo fiscal puesto que altera la situación macroeconómica al incidir en los ingresos del sector privado y los impuestos recaudados sobre esos ingresos. Desde una perspectiva macroeconómica dinámica, una política fiscal expansiva adecuada puede impulsar la demanda cuando la demanda privada ha estado paralizada debido a perspectivas inciertas en cuanto a los ingresos futuros y a la renuencia o la incapacidad de los consumidores y los inversores privados de endeudarse.

En una situación de ese tipo, es poco probable que surta efecto una política fiscal restrictiva destinada a sanear las finanzas públicas o reducir la deuda pública, porque una economía nacional no funciona de la misma manera que una empresa o un hogar, que pueden ahorrar más gastando menos porque el recorte de sus gastos no afecta a sus ingresos. Sin embargo, el recorte del gasto público, debido a su impacto negativo en la demanda agregada y en la base imponible, provocará una disminución de la recaudación fiscal y por ende dificultará la reducción del déficit. Como puede ser difícil ajustar los gastos corrientes (ya que están compuestos principalmente por los salarios y las prestaciones sociales), las políticas fiscales restrictivas por lo general entrañan grandes recortes de la inversión pública. Esta reducción del gasto público impulsor del crecimiento podría provocar una disminución del valor actual de los ingresos públicos futuros que supere los ahorros fiscales logrados con el ajuste fiscal. El resultado podría ser una mejora inmediata del flujo de tesorería del Estado pero con consecuencias negativas para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas y de la deuda. Además, la decisión de hacer del equilibrio presupuestario o la reducción de la deuda pública un fin en sí mismo puede resultar perjudicial para otros objetivos de política económica, como el incremento del empleo y una distribución de los ingresos socialmente aceptable.

El hecho de que no se tomaran en cuenta esos efectos dinámicos explica los resultados decepcionantes obtenidos por muchos países

que adoptaron una política de austeridad fiscal en el marco de programas apoyados por el FMI en los años noventa y en la década del 2000. En los países en que se esperaba que el ajuste fiscal redujera el déficit presupuestario ocurrió lo contrario y el déficit aumentó, a menudo considerablemente, debido a la disminución del PIB. En Indonesia, por ejemplo, se había previsto para finales de los años noventa un incremento del PIB del 5%, pero lo que ocurrió en realidad fue que la producción se contrajo un 13%; en Tailandia, en vez del aumento previsto de un 3,5%, se registró una contracción del PIB del 10,5%. Otros países tuvieron experiencias parecidas. La razón de lo que parece haber sido un error de apreciación sistemático que dio "inevitablemente unos resultados fiscales insuficientes", como indicó la Oficina de Evaluación Independiente del FMI, fueron las expectativas demasiado optimistas acerca de la capacidad de atraer abundante inversión privada.

Otro aspecto del espacio fiscal que se suele descuidar es que la forma en que el sector público gasta y recauda impuestos no es neutral; los diferentes tipos de ingresos o gastos producen resultados macroeconómicos diferentes. En principio, un aumento del gasto en infraestructuras, transferencias sociales o subsidios específicos para los inversores privados suele ser más eficaz para estimular la economía que las reducciones de impuestos porque se traduce directamente en un aumento de las compras y la demanda. En cambio, por lo general, el mayor ingreso disponible generado por los recortes de impuestos se gasta solo en parte, especialmente cuando el sector privado está muy endeudado, en cuyo caso se aprovechan parte de las reducciones de impuestos para pagar deudas pendientes en vez de dedicarlas al consumo o a la inversión. Un mayor gasto social para brindar asistencia a los grupos de bajos ingresos parece ser una forma racional de fomentar la recuperación, pues impide que disminuya el consumo de esos grupos durante la crisis y que aumente la pobreza. Si se opta por una rebaja impositiva, las reducciones de los impuestos sobre las ventas y sobre el valor agregado, así como del impuesto sobre la renta de los grupos de bajos ingresos con mayor propensión al gasto, suelen ser más eficaces para aumentar la demanda y el ingreso nacional que las desgravaciones fiscales a los grupos de ingresos más elevados.

## **Factores determinantes de la deuda pública**

Los niveles altos y crecientes de endeudamiento público son, sin lugar a dudas, un motivo legítimo de preocupación política pero, al igual que el espacio fiscal, los límites de déficit público y de deuda son difíciles de definir, puesto que guardan una relación muy estrecha con otras variables macroeconómicas. Por consiguiente, todo intento de determinar un nivel crítico de deuda "sostenible" es tarea difícil. Las políticas económicas y las estrategias de gestión de la deuda de los gobiernos deben tener en cuenta sus circunstancias y necesidades sociales específicas, así como sus relaciones exteriores.

Los hechos demuestran que, aunque el déficit fiscal y la deuda pública representan hoy en día una proporción relativamente grande del PIB en algunas regiones del mundo —especialmente en algunos países desarrollados— en muchos países no son tan elevados si se consideran desde una perspectiva histórica. Además, para la sostenibilidad de la deuda pública, no solo importa el monto del endeudamiento en términos absolutos, sino la relación entre la deuda y otras variables fundamentales. Entre estas figuran, además del saldo fiscal primario, el tipo medio de interés pagadero por la deuda pendiente, la tasa de crecimiento de la economía y el tipo de cambio. Este último tiene mucha influencia no solo en el valor interno de la deuda en moneda extranjera, sino también en la demanda de bienes de producción nacional.

Por consiguiente, un grado de endeudamiento público insostenible no siempre es resultado de políticas fiscales expansivas, o irresponsables. Incluso se ha observado que el aumento del coeficiente de endeudamiento no es causado tanto por los déficits primarios como por un más lento o incluso negativo crecimiento del PIB y crisis bancarias y monetarias. A la inversa, aunque los presupuestos públicos presenten un déficit primario, la relación entre la deuda pública y el PIB puede reducirse, siempre que el tipo de interés nominal de la deuda pública sea inferior a la tasa de crecimiento del PIB. Así pues, la política monetaria cumple una función importante a la hora de determinar la sostenibilidad de la deuda pública. Sin

embargo, los países cuya deuda está expresada en moneda extranjera o que no tienen control sobre su propia política monetaria, pueden sufrir aumentos bruscos del costo del crédito durante las crisis económicas, precisamente cuando su capacidad de pago es limitada. En los países en desarrollo, los hechos demuestran que las políticas restrictivas no han dado muy buenos resultados y que, normalmente, la sostenibilidad de la deuda se ha logrado fomentando tasas de crecimiento económico más elevadas.

La respuesta a una crisis se ha de decidir en función de sus causas. Si una crisis se origina por el estallido de una burbuja de activos, la respuesta más racional sería una reforma financiera e incluso lo contrario del ajuste fiscal, es decir políticas anticíclicas que absorban el desapalancamiento del sector privado a fin de reducir la contracción macroeconómica creada por la deflación de los activos. Si la crisis se origina por la sobreexposición a acreedores extranjeros y la excesiva apreciación de la moneda nacional, la respuesta apropiada a nivel nacional podría consistir en mejorar la estructura de la deuda e introducir políticas destinadas a evitar los desajustes del tipo de cambio real e imponer controles a las entradas de capital.

### **La desregulación financiera permitió riesgos excesivos**

El brusco aumento de los déficits públicos y del endeudamiento público observado recientemente es resultado de una grave crisis del sistema financiero que siguió a una oleada de liberalización financiera, promovida por las economías "anglosajonas". Por consiguiente, resulta paradójico que los agentes financieros que causaron la crisis se hayan convertido en jueces de la idoneidad de las políticas públicas adoptadas para limitar sus daños. La liberalización y desregulación financieras, basadas en la creencia generalizada en la eficiencia de las fuerzas del mercado, dieron pie a la creación de instrumentos financieros cada vez más complejos. La desregulación fue, en parte, una respuesta a la

presión en el sector financiero de la competencia, pero también se inscribió en una tendencia generalizada a reducir la intervención del Estado en la economía. La aparición de instrumentos financieros nuevos y la continua liberalización del sistema financiero permitieron una gran expansión de las actividades especulativas, de manera que se convirtieron en un componente importante, y a veces predominante, de las actividades financieras. Esto generó inestabilidad en muchas economías y, de hecho, en todo el sistema económico internacional. En cambio, es difícil encontrar algún instrumento financiero nuevo que haya hecho más eficiente la intermediación financiera en beneficio de la inversión a largo plazo en la capacidad productiva real.

Aun cuando la desregulación financiera y la liberalización de la cuenta corriente provocaron un número creciente de crisis financieras en los países desarrollados y en desarrollo, las autoridades económicas siguieron adelante con la desregulación financiera, movidas por la firme creencia de que los mercados eran quienes mejor podían juzgar la eficiencia de la asignación de los factores. No fue sino después de la crisis financiera mundial que se impuso por fin un debate serio sobre la necesidad de reformas fundamentales para evitar que se volvieran a producir crisis parecidas. El consenso general fue que la desregulación había sido una de las principales causas de la crisis financiera y económica mundial, por lo que se hicieron llamamientos a favor del fortalecimiento de la regulación y la supervisión financieras.

### **Los mercados son importantes, pero los mercados financieros funcionan de manera distinta**

Los mercados financieros no funcionan de la misma manera que la mayoría de los mercados de bienes y servicios. Mientras que los empresarios que participan en los mercados de bienes se preocupan de crear nuevos activos reales que puedan aumentar la productividad y todos los ingresos en el futuro, la principal preocupación de los agentes que intervienen en los mercados financieros es el

aprovechamiento eficaz de las ventajas de la información de que disponen acerca de los activos existentes. En los mercados de bienes, los precios se fijan sobre la base de información procedente de una multitud de agentes independientes que actúan en función de sus propias preferencias, y las oportunidades de obtener ganancias surgen de iniciativas individuales pioneras basadas en la información circunstancial de que dispone cada participante en el mercado. En cambio, en los mercados financieros, especialmente en los mercados de activos que pertenecen a la misma categoría general de riesgo (como las acciones, las divisas de mercados emergentes y, más recientemente, los productos básicos y sus derivados), los precios se basan en información relativa a un número reducido de acontecimientos, fáciles de observar, o incluso en modelos matemáticos que utilizan principalmente información pasada —y no solo información actual— para hacer previsiones de precios.

El defecto fundamental del funcionamiento de los mercados financieros es que las actividades más rentables suelen derivarse de un comportamiento gregario (que consiste en seguir la tendencia durante un tiempo y desinvertir justo antes de que lo hagan los demás). Ir contra la mayoría, incluso si esa actitud está justificada por información fiable acerca de las variables fundamentales de la economía, puede ocasionar grandes pérdidas. Así pues, cada vez que los agentes del mercado "descubren", observando las tendencias de los precios en diferentes mercados, una oportunidad de "arbitraje dinámico" (es decir, invertir en la probabilidad de que continúe la tendencia existente) y apuestan todos al mismo resultado, como por ejemplo una subida de los precios del mercado inmobiliario, las acciones u otros activos, como todos los agentes del mercado disponen de la misma información, hay muchas probabilidades de que se produzca un comportamiento gregario. El resultado es que ese rebaño adquiere el poder del mercado para mover esos precios en la dirección deseada.

Es por ese motivo que los precios en los mercados financieros y "financiarizados" tienden a dispararse, produciéndose una distorsión de los precios durante largos períodos. Como el gregarismo domina el

mercado, ningún agente se pregunta si la información en la que se basa es correcta o si guarda una relación racional con los acontecimientos y la evolución de la economía real. Este fenómeno se ha observado no solo en los mercados de valores y los mercados de derivados financieros, sino también en los mercados de divisas y los mercados de futuros de productos básicos. Así pues, los propios mercados financieros han creado la mayoría de los riesgos de variaciones extremas que han provocado su derrumbe en las crisis financieras. Cuando se producen esas burbujas, la incertidumbre acerca del valor real de los activos bancarios puede llegar a ser tal que ninguna exigencia de reservas de capital o de liquidez es suficiente para absorber el impacto posterior, de modo que los poderes públicos se ven obligados a intervenir con planes de rescate.

### **Es indispensable volver a regular los mercados financieros**

En 150 años de historia de la banca, se llegó a un acuerdo tácito de que en tiempos de crisis, los poderes públicos, o los bancos centrales en calidad de "prestamistas de última instancia", brindarían la ayuda necesaria para evitar el derrumbe de las instituciones financieras y del sistema en general. La contrapartida era que esas instituciones estaban sujetas a la regulación y la supervisión de los poderes públicos. Siempre ha existido el riesgo de que sucesos de la economía real, como la quiebra de un deudor grande o una recesión generalizada, generen dificultades en el sector financiero. Esto se hizo particularmente evidente durante la Gran Depresión de los años treinta, y la consecuencia fue que se institucionalizaron las funciones de prestamista de última instancia, junto con la garantía de depósitos, a fin de prevenir las retiradas masivas de fondos de los bancos.

Sin embargo, a raíz de la tendencia a la desregulación del sistema financiero observada en los treinta últimos años, la situación se ha invertido: hoy en día el sector financiero es, cada vez más, una fuente

de inestabilidad para el sector real. Al mismo tiempo, el apoyo oficial a este sector se ha hecho más frecuente y ha consistido en inyecciones de dinero público cada vez más grandes. Se desregularon los mercados financieros, a pesar de los frecuentes fallos de esos mercados. Por consiguiente, para proteger el sector real de la economía de los efectos negativos que se generan de forma endógena en el propio mercado financiero, es necesario reintroducir un grado avanzado de regulación estatal, por la que se restablecería un equilibrio adecuado entre la protección estatal al sector financiero y la regulación de las instituciones financieras por los poderes públicos.

Como hay tanto desconocimiento de los mercados financieros, un problema que queda por resolver es el de la subestimación sistemática de los riesgos que se plantean cuando todos los participantes de determinado segmento del mercado financiero se mueven en la misma dirección por efecto de un comportamiento gregario. Esto puede crear riesgos extremos, que rara vez se confirman, pero pueden tener consecuencias catastróficas. Solo se puede estabilizar los mercados si se los priva del poder de hacer que los precios se muevan en la dirección equivocada o se alejen demasiado de su valor de equilibrio. Así pues, la intervención sistemática de los poderes públicos debería convertirse en un instrumento legítimo de corrección de los fallos del mercado.

La desregulación de los mercados financieros ha favorecido también una mayor concentración de las actividades bancarias en un número reducido de instituciones muy grandes, así como un cambio en la financiación de los bancos, que depende cada vez menos de los depósitos y cada vez más de los mercados de capitales y se destina cada vez menos a préstamos y cada vez más a operaciones financieras de compra-venta. Además, la desregulación ha abierto el camino al desarrollo de un "sistema financiero paralelo", que en su mayor parte escapa a la regulación, en particular en las economías desarrolladas. A principios de 2008, el pasivo de ese sistema era casi el doble que el del sector bancario tradicional. Al absorber muchas de las recién creadas empresas financieras o fondos de inversión del mercado monetario o al crear sus propios fondos al amparo de *holdings*



bancarios, los bancos externalizaron gran parte de sus funciones de intermediación crediticia a empresas asociadas que formaban parte del sistema paralelo. Algunos componentes de este sistema (por ejemplo los fondos de inversión del mercado monetario) cumplían las mismas funciones que los bancos pero prácticamente sin regulación y el volumen de las actividades de esos grupos siempre era excesivo con respecto a su capital.

Gran parte del riesgo sistémico del sistema financiero se ha originado en las instituciones financieras importantes desde el punto de vista sistémico. Las soluciones propuestas al problema de las instituciones "demasiado grandes para quebrar" se han centrado, hasta la fecha, en la imposición de exigencias de capital suplementarias y la mejora de la supervisión antes que en una reestructuración. Un enfoque más completo debería incluir además un procedimiento especial para situaciones de crisis, que no representase una carga para el erario público, y la limitación del tamaño de esas instituciones, en términos absolutos o expresados en porcentaje del PIB.

### **Hacia una reestructuración del sistema bancario**

Dado que el problema de la distorsión de los precios es una característica sistémica de los mercados financieros, la regulación debe centrarse en el sistema en sí, y no en los comportamientos internos, con miras a garantizar que en su conjunto contribuya más a la inversión productiva real y al crecimiento de la economía real. Una clara separación entre las instituciones de depósito y las que se dedican a actividades bancarias de inversión podría alejar a los bancos comerciales del juego especulativo. Así también se reduciría el tamaño de las instituciones bancarias y aumentaría su diversidad. Los bancos de propiedad pública podrían desempeñar un papel más importante, no solo a los efectos de la financiación para el desarrollo, sino también como elementos de diversidad y estabilidad. Esos bancos han resistido mejor a las crisis y han compensado en parte la

contracción del crédito en el sector privado causada por la crisis reciente. También pueden contribuir a promover la competencia en las situaciones de oligopolio de estructuras bancarias privadas.

Habida cuenta de que la última crisis financiera se generó en el sector financiero privado, muchos de los argumentos reiterados a lo largo de los últimos decenios contra los bancos de propiedad pública han perdido aún más credibilidad. Cuando estalló la crisis, los grandes bancos europeos y estadounidenses solo pudieron sobrevivir porque recibieron fondos y garantías públicos. Mientras que las instituciones privadas y algunos particulares han obtenido importantes ganancias y bonificaciones durante el período de auge, los gobiernos —o los contribuyentes— han tenido que asumir el riesgo de pérdidas durante la depresión. Por tanto, el argumento de que solo los bancos de propiedad pública actúan con ventaja al tener acceso a recursos públicos ha resultado ser erróneo. Además, el carácter público de esas instituciones reduce sus incentivos a mostrar un comportamiento gregario, asumir riesgos excesivos y maximizar sus beneficios.

### **Aumento de la especulación financiera en los mercados de productos primarios**

Los precios de los productos básicos han sido bastante inestables en el último decenio. El auge de esos precios entre 2002 y 2008 ha sido el más pronunciado en varios decenios por su magnitud, duración y amplitud. La posterior caída de los precios tras el estallido de la actual crisis mundial a mediados de 2008 destacó tanto por su brusquedad como por el número de productos básicos afectados. Desde mediados de 2009, y especialmente desde el verano de 2010, los precios mundiales de los productos básicos han vuelto a aumentar, aunque se registró cierto estancamiento durante el primer semestre de 2011.

Algunos observadores consideran que la evolución reciente de los precios de los productos básicos ha obedecido únicamente a una

importante alteración de las relaciones fundamentales entre la oferta y la demanda. Sin embargo, los análisis corroboran cada vez más la idea de que esas fluctuaciones también se han visto influidas por la creciente participación de inversores financieros en el mercado de productos básicos guiados únicamente por motivos financieros, fenómeno comúnmente denominado "financiarización del mercado de productos básicos".

Si bien por lo general se reconoce que la participación de agentes financieros en los mercados de productos básicos es una característica normal del mercado, una cuestión crucial es la magnitud de las corrientes financieras y el hecho de que desvían los precios respecto de las variables fundamentales y/o aumentan su volatilidad. En general, su participación podría ser económicamente beneficiosa al desarrollar aún más los mercados y atender las necesidades de cobertura de los usuarios comerciales y reducir sus gastos de cobertura, pero su comportamiento gregario anula esos beneficios. Inversores financieros como los fondos indexados no promueven la liquidez en los mercados, lo que les daría diversidad, sino que la mayoría de ellos sigue la misma estrategia adoptando posiciones largas en la firme creencia de que los precios en esos mercados seguirán aumentando en un futuro previsible. Esa financiarización de los mercados de productos básicos es la causa de que estos sigan más la lógica de los mercados financieros, en que suele predominar el comportamiento gregario, que la de los típicos mercados de productos.

El comportamiento gregario de los mercados de productos básicos puede ser irracional y basarse en lo que puede calificarse de "pseudoseñales", como la información relativa a otros mercados de activos y la utilización de estrategias operativas inflexibles, como las inversiones realizadas siguiendo la tendencia del mercado o las estrategias basadas en informaciones positivas. Esas estrategias parten del supuesto de que la evolución de los precios en el pasado indica su comportamiento en el futuro, lo que lleva, por ejemplo, a seguir las tendencias. Así, se compra cuando los precios suben y se vende cuando bajan, con independencia de los cambios que ocurran en las variables fundamentales.

No obstante, el comportamiento gregario también puede ser totalmente racional. Por ejemplo, el gregarismo basado en la información es el mimetismo que se produce cuando los agentes del mercado creen que pueden obtener información observando el comportamiento de otros agentes. Dicho de otro modo, los inversores muestran el mismo comportamiento porque no hacen caso de la información que ellos mismos reciben. La adopción de una posición basada únicamente en operaciones anteriores de otras personas modificará los precios sin que se haya introducido ninguna información nueva en el mercado. La reiteración de ese comportamiento tendrá un efecto de arrastre que acabará creando burbujas autosostenidas en los precios de los activos. Los mercados que más se prestan al gregarismo informativo son los relativamente opacos, como los de los productos básicos.

### **Correlación de los movimientos de los mercados de valores, de productos básicos y de divisas**

Es difícil determinar en qué medida la inversión financiera ha influido en el nivel y la volatilidad de los precios de los productos básicos por falta de transparencia y de desglose de los datos existentes. Sin embargo, se ha demostrado que los inversores financieros han influido en la dinámica de los precios a corto plazo. Un ejemplo de ello es la repercusión que han tenido los drásticos cambios en las posiciones financieras tomadas en el mercado del petróleo entre febrero y mayo de 2011. Otro es la fuerte correlación entre los movimientos de los precios de los productos básicos y la evolución de los mercados de valores y de divisas, que se sabe que han estado expuestos a la especulación.

Una comparación entre la evolución de los precios de los productos básicos y la de los precios de las acciones a lo largo de diversos ciclos económicos muestra que en las fases de auge iniciales de los anteriores ciclos esos precios solían seguir trayectorias opuestas. En cambio, en el último ciclo se ha producido una notable sincronización

de los movimientos de esos precios. Esta creciente sincronización resulta sorprendente, dado el muy bajo nivel de utilización de la capacidad registrado tras la "Gran Recesión" de 2008 y 2009, que redujo enormemente la demanda de productos básicos. Con todo, los precios de esos productos aumentaron incluso antes de que se iniciara la recuperación en el segundo trimestre de 2009 y siguieron subiendo los dos años siguientes, en parte debido al aumento de la demanda en las economías emergentes, pero también en gran medida como consecuencia de operaciones exclusivamente financieras. Esto ha provocado una reacción de la política monetaria dos años después a pesar de que el nivel de utilización de la capacidad sigue siendo muy bajo en las economías desarrolladas, lo que revela otro aspecto preocupante de los efectos de la financiarización que hasta el momento se había subestimado, a saber, su capacidad de perjudicar a la economía real al enviar señales equivocadas para la gestión macroeconómica.

### **Medidas de respuesta a la inestabilidad de los precios de los productos básicos**

Es preciso adoptar medidas de emergencia a corto plazo para evitar o mitigar los efectos negativos de cambios desfavorables en los precios de los productos básicos. Al mismo tiempo, hay que encontrar la forma de mejorar el funcionamiento de los mercados de derivados de productos básicos para que puedan desempeñar mejor su función de dar señales fiables de los precios a los productores y consumidores de productos básicos o, al menos, para que no envíen señales equivocadas.

Habida cuenta de la enorme influencia de la información en la evolución de los precios de los productos básicos, convendría estudiar la adopción de cuatro tipos de respuesta de política para mejorar el funcionamiento de esos mercados, en especial en el caso de los productos alimentarios y los productos energéticos. En primer lugar, debería aumentarse la transparencia en los mercados físicos

proporcionando información más oportuna y exacta sobre los productos básicos, por ejemplo sobre la capacidad sobrante y las existencias mundiales en el caso del petróleo, y sobre la superficie sembrada, las cosechas previstas, las existencias y la previsión de la demanda a corto plazo en el caso de los productos básicos agrícolas. Ello permitiría a los participantes de los mercados no financieros evaluar más fácilmente cuáles son y serán en el futuro las relaciones fundamentales entre oferta y demanda. En segundo lugar, debe mejorar el flujo de información y el acceso a ella en los mercados de derivados de productos básicos, en especial con respecto a las posiciones tomadas por distintas categorías de agentes del mercado, lo que aumentaría aún más la transparencia de los mercados. En particular, la imposición en las bolsas europeas de requisitos de notificación de operaciones parecidos a los aplicados en las bolsas estadounidenses aumentaría considerablemente la transparencia de las operaciones y desincentivaría la migración hacia mercados con una regulación más favorable. En tercer lugar, la imposición de una regulación más estricta a los agentes de los mercados financieros, por ejemplo estableciendo límites para las posiciones, podría reducir la influencia de los inversores financieros en los mercados de productos básicos. Se podrían prohibir, por conflicto de intereses, las transacciones por cuenta propia realizadas por instituciones financieras que llevan a cabo operaciones de cobertura para sus clientes. Es necesario hallar un equilibrio apropiado entre adoptar una regulación demasiado estricta, que afectaría las funciones de transferencia del riesgo de los mercados de futuros de productos básicos, y una regulación demasiado laxa, que también menoscabaría las funciones básicas de las bolsas.

En cuarto lugar, podría encomendarse a las autoridades de supervisión de los mercados que de manera *ocasional* intervinieran directamente en las bolsas comprando o vendiendo contratos de derivados a fin de evitar desplomes de precios o deshinchar burbujas. Esa intervención podría considerarse un último recurso para hacer frente a la aparición de burbujas especulativas en caso de que no se hubieran realizado reformas para aumentar la transparencia de los mercados o imponer una regulación más estricta, o de que dichas reformas hubieran resultado ineficaces. Si bien la intervención podría

guiarse en su mayor parte por normas establecidas, y ser por tanto predecible, entrañaría necesariamente ciertas apreciaciones subjetivas. No obstante, a veces se ha dudado de la capacidad de las autoridades de supervisión de los mercados o de los organismos gubernamentales para comprender y seguir los mercados. Esas dudas carecen de fundamento, ya que no hay razón para creer que su comprensión del mercado deba ser diferente de la de otros agentes; en los mercados proclives al comportamiento gregario todos tienen acceso a información similar. Además, al contrario que otros agentes del mercado, una autoridad interventora no tendría motivos para adoptar ningún tipo de comportamiento gregario. Más bien, podría romper las cascadas de información en las que se basa el comportamiento gregario al avisar cuando considerase que los precios se desviaban demasiado de las variables fundamentales.

### **Los tipos de cambio se han desconectado de las variables macroeconómicas fundamentales**

El actual debate sobre la reforma del sistema monetario internacional se ha centrado más en los síntomas que en los problemas fundamentales. El fuerte aumento de las reservas de divisas, la persistente hegemonía del dólar y la desestabilización provocada por las entradas de capital a corto plazo se deben principalmente a graves deficiencias del régimen mundial de tipos de cambio. Los mercados de divisas están principalmente bajo la influencia del comportamiento de los mercados financieros, que está desconectado de las variables macroeconómicas fundamentales. Esto genera desequilibrios en cuenta corriente, distorsiones en la asignación internacional de factores y más incertidumbre para todos los operadores del comercio internacional.

Incluso después del colapso del sistema de Bretton Woods y de la adopción generalizada de tipos de cambio variables en 1973, las autoridades económicas internacionales han asumido con frecuencia que el sistema internacional debe tratar de resolver las crisis reales, y

no las crisis monetarias. Sin embargo, tras varios decenios de experiencia, ha quedado claro que las crisis monetarias, sobre todo en un sistema de tipos de cambio flexibles, son mucho más importantes y dañinas. Mientras que el intercambio internacional de bienes y servicios está sujeto a las normas y disciplinas del sistema de comercio multilateral, la inexistencia de un sistema monetario internacional hace que cada país tenga autonomía sobre su política cambiaria, aun cuando esas políticas tengan efectos nocivos en la economía mundial al generar una sucesión de auges y crisis en las finanzas y distorsionar el comercio internacional.

Cuando la evolución del tipo de cambio se aparta de la que cabría esperar sobre la base de las variables fundamentales, ello puede atribuirse a dos factores: a importantes diferencias en la evolución de los costos laborales unitarios de los distintos países en el contexto de un sistema en que los tipos de cambio nominales no son suficientemente flexibles, o a la entrada excesiva de capitales a corto plazo, que provoca la apreciación de un tipo de cambio nominal excesivamente flexible. Cuando los costos laborales unitarios varían de un país a otro debido al distinto crecimiento de los salarios en relación con la productividad, es preciso ajustar los tipos de cambio para impedir un aumento de los desequilibrios comerciales provocado por las diferencias de competitividad entre los países. No todos los desequilibrios en cuenta corriente se deben a niveles inadecuados de los tipos de cambio. Sin embargo, las desviaciones de los tipos de cambio reales respecto de las variables fundamentales, especialmente si se mantienen durante largos períodos, afectan enormemente a la competitividad internacional de los productores, en particular de los productores de manufacturas, de cualquier país y, por lo tanto, al patrón del comercio internacional y los equilibrios comerciales.

Por otra parte, las desviaciones de los tipos de cambio respecto de lo que cabría esperar con arreglo a las variables económicas fundamentales también pueden deberse a las entradas de capital privado a corto plazo atraído por diferenciales positivos entre tipos de interés. En tales casos, el tipo de cambio del país con tipos de interés más altos —por tener una tasa de inflación más elevada o una política



monetaria estricta— se aprecia, pese a que las condiciones macroeconómicas exigirían una depreciación. Cuando el diferencial del tipo de interés disminuye o desaparece por completo, o en una situación de crisis, la anterior apreciación suele venir seguida de una depreciación excesiva de la moneda, que vuelve a apartarse de las variables fundamentales.

### **Reforma del sistema cambiario**

A falta de un sistema propiamente dicho, cada país ha intentado encontrar soluciones temporales y pragmáticas a los problemas de sobrevaloración o infravaloración. Una solución es intervenir unilateralmente en los mercados de divisas, incluso a diario; otra es controlar los capitales o gravar las entradas de capital especulativo. Todas estas medidas están justificadas en un entorno en que se sigue creyendo que, en principio, "el mercado" puede encontrar los tipos de cambio adecuados. Sin embargo, no resuelven el problema más acuciante: el de aplicar el "imperativo categórico" del comercio internacional asignando a la moneda de un país un valor internacional que todos sus interlocutores comerciales puedan aceptar.

La reforma del sistema cambiario mundial debe garantizar que los agentes financieros privados, cuyo comportamiento obedece a menudo a consideraciones puramente especulativas y suele ser gregario, no influyan en exceso en la determinación de los tipos de cambio y, por lo tanto, en la competitividad de los productores de diferentes países en el comercio internacional. Los gobiernos y los bancos centrales deben tomar la iniciativa fijando objetivos de tipos de cambio y procurando que las desviaciones de esos objetivos sean mínimas y temporales.

Un sistema de administración de los tipos de cambio que ayude a prevenir las distorsiones del comercio y aporte estabilidad a las relaciones financieras internacionales tendría que incluir normas que dieran: a) suficiente estabilidad al tipo de cambio real (el indicador

más completo de la competitividad) para mejorar el comercio internacional y facilitar la adopción de decisiones sobre la inversión en capital fijo en el sector de los productos comerciables, y b) suficiente flexibilidad al tipo de cambio para dar cabida a las diferencias en la evolución de los tipos de interés de cada país.

### **Una flotación administrada basada en reglas para combatir la especulación**

Un sistema de flotación administrada basada en reglas podría aumentar la estabilidad del tipo de cambio real. En principio, ese régimen podría considerarse como una versión dinámica del sistema de Bretton Woods, basado en la norma de tipos de cambio reales fijos pero ajustables. Al igual que el de Bretton Woods, este sistema tendría por objeto evitar desequilibrios fundamentales de la balanza de pagos pero, a diferencia de aquel, recurriría a continuos ajustes del tipo de cambio nominal sobre la base de la paridad de poder adquisitivo (PPA) o de la paridad descubierta de los tipos de interés (PDI). Para aumentar la estabilidad del tipo de cambio real, el tipo de cambio nominal se ajustaría en función de las divergencias en la evolución de los precios al consumidor o los costos laborales unitarios en el primer caso, o de las diferencias en los tipos de interés a corto plazo en el segundo.

Una administración de los tipos de cambio basada en ese sistema desincentivaría las operaciones especulativas de arbitraje de tipos de interés entre monedas. Así se pondría fin a los movimientos de capital a corto plazo que no están asociados a operaciones comerciales o inversiones reales, sino que están exclusivamente motivados por la expectativa de obtener ganancias gracias a operaciones de arbitraje de tipos de interés entre monedas y a la posterior apreciación del tipo de cambio de la moneda sobre la que se ha especulado.

A mediano plazo, una estrategia de flotación administrada basada en una regla de PDI no es muy distinta de una estrategia que aborda los tipos de cambio sobre la base de la PPA. En un sistema basado en

la PDI, el tipo de cambio nominal se depreciaría cuando el diferencial entre tipos de interés fuera positivo, por lo que anularía cualquier ganancia que hubiera podido obtenerse de ese diferencial. Este sistema tiene la ventaja de abordar directamente los mercados financieros. Esos mercados son más sensibles a las desviaciones de la PDI que los mercados de productos, que reaccionan a las desviaciones de la PPA. La norma de la PDI también tiene la ventaja de que la PDI puede determinarse en muy poco tiempo, y sobre la base de tipos de interés oficiales en lugar de cálculos estadísticos. No obstante, puede ser difícil de aplicar cuando los diferenciales entre tipos de interés sean muy grandes, ya que los ajustes que sería necesario introducir en el tipo de cambio nominal harían aumentar considerablemente los precios de las importaciones y dispararían el valor en moneda nacional de la deuda externa privada y pública. En este caso puede ser más apropiado aplicar la norma de la PPA basada en el costo laboral unitario. Con esa norma, el tipo de cambio nominal experimentaría una depreciación proporcional al diferencial entre los costos laborales unitarios, neutralizando así sus efectos sobre la competitividad internacional.

Habría que seguir debatiendo y desarrollando los términos concretos de un sistema de administración de los tipos de cambio basado en reglas. Debe resolverse el problema de cómo determinar al principio el nivel y los límites admisibles de las variaciones de los tipos de cambio nominales. Para ello sería necesario investigar a fondo el poder adquisitivo de todas las monedas. Los países también podrían establecer el tipo de cambio inicial de ese sistema efectuando discretos ajustes de la paridad antes de poner en marcha la estrategia de flotación administrada basada en reglas.

### **Necesidad de una intervención simétrica**

Con este sistema de flotación administrada basada en reglas, los bancos centrales tendrían más libertad para ajustar los tipos de interés internos a corto plazo a los objetivos macroeconómicos nacionales. Al

mismo tiempo, su aplicación sería considerablemente más fácil si la política de control de la inflación se basara principalmente en una política de ingresos encaminada a controlar las presiones inflacionistas y no en una política monetaria.

En cierta medida, la flotación administrada basada en reglas puede aplicarse como estrategia cambiaria unilateral. Si un país tiene un problema de entradas de capital a corto plazo que generan presiones alcistas sobre su moneda, esta estrategia podría aplicarse sin restricciones cuantitativas y sin que ello entrañara costos para su banco central. Sin embargo, si tiene problemas de salidas de capital, la capacidad de intervención del banco central está sujeta a ciertos límites que, a falta de un apoyo adecuado de las instituciones financieras internacionales, vienen determinados por el volumen de sus reservas de divisas. En ese caso, para que el sistema funcione será necesaria la intervención simétrica de uno o más países cuyas monedas muestren una tendencia alcista a fin de contrarrestar la presión bajista sobre la moneda del primer país. Por consiguiente, una solución alternativa sería aplicar el sistema mediante acuerdos bilaterales o como elemento principal de una cooperación monetaria regional. Lo más beneficioso para la estabilidad financiera internacional sería la aplicación multilateral de las normas de la flotación administrada en el marco de una gobernanza financiera mundial.

### **Hacia una mayor eficiencia de los mercados internacionales de productos**

El principio de la flotación administrada basada en reglas no debería suscitar ninguna controversia, aunque es necesario acordar los términos y detalles concretos. Aumentaría la eficiencia de los mercados internacionales de bienes y servicios al impedir que los mercados financieros internacionales crearan graves distorsiones de las relaciones comerciales internacionales. Reconoce que los

mercados financieros no funcionan del mismo modo que los mercados de productos y que, por lo tanto, son más proclives a un comportamiento gregario que puede provocar un desbordamiento al alza o a la baja respecto a un valor apropiado de las monedas. El frecuente argumento de que los gobiernos no pueden saber mejor que los mercados cuál debe ser el valor de una moneda ha sido refutado por el desempeño de los mercados financieros, que han fracasado sistemáticamente en sus intentos por encontrar los valores apropiados.

En todo caso, si el sistema pudiera evitar desde el principio que la moneda se apreciara a causa de las corrientes de capital especulativo, sería menor el riesgo de un ataque especulativo que posteriormente pudiera dar lugar a presiones bajistas. De ese modo, sería también menos necesario que los bancos centrales acumularan reservas de divisas por precaución e intervinieran en los mercados. No obstante, si se diera esa situación, la comunidad internacional debería acoger favorablemente la utilización de controles de capital como medida complementaria de defensa, ya que contar con unos tipos de cambio predecibles es al menos tan importante para el funcionamiento del sistema de comercio internacional como tener normas comerciales multilateralmente acordadas.

Aún queda mucho para completar el programa de reformas puesto en marcha tras la crisis financiera mundial. Su avance ha sido lento y se ha perdido gran parte del entusiasmo inicial. Hay un verdadero riesgo de que estallen nuevas crisis y, en una economía enormemente integrada y excesivamente financiarizada, esas crisis no se limitarían a segmentos específicos del sistema financiero o a países o regiones concretos. Aunque una crisis se origine en los países desarrollados y sus complejos mercados financieros, los países en desarrollo y las economías de mercado emergentes también se verán afectados, como se ha visto en la última crisis. El G-20 ha reconocido este hecho, pero no basta con las medidas que el G-20 pueda adoptar. Toda la economía mundial se enfrenta a desafíos graves y fundamentales, como la eliminación de la pobreza y la transición a patrones de producción y consumo más respetuosos del clima. A fin de superar estos desafíos, tarde o temprano todos los demás países del mundo

deberán tomar parte en la búsqueda de soluciones. Para ello será preciso, entre otras cosas, crear un entorno macroeconómico estable que fomente un nivel adecuado de inversión en capital fijo, inversión necesaria para apoyar el cambio estructural requerido. Por consiguiente, sigue siendo indispensable que la comunidad internacional y sus instituciones impulsen con mayor determinación los elementos del inconcluso programa mundial de reformas.



Supachai Panitchpakdi  
Secretario General de la UNCTAD