
CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO
GINEBRA

INFORME SOBRE EL COMERCIO Y EL DESARROLLO

Informe de la secretaría de la
Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo



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.

UNCTAD/TDR/2011

PUBLICACIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS

ISSN 0257-8093

Copyright © Naciones Unidas, 2011
Reservados todos los derechos

Índice

	<i>Página</i>
<i>Notas explicativas</i>	xi
<i>Siglas</i>	xiii
PANORAMA GENERAL	I–XVIII

Capítulo I

TENDENCIAS Y CUESTIONES ACTUALES DE LA ECONOMÍA MUNDIAL 1

A. Tendencias recientes de la economía mundial	1
1. Crecimiento mundial	1
2. Comercio Internacional	7
3. Evolución reciente de los mercados de productos básicos	11
B. Políticas de ingresos y desafíos futuros	19
1. Importancia de los salarios para el crecimiento económico	19
2. Políticas de ingresos y control de la inflación	24
3. La crisis europea y la necesidad de políticas de ingresos proactivas	25
C. Progresos hacia el restablecimiento del equilibrio, el crecimiento y el desarrollo mundiales: una evaluación de la cooperación mundial	27
Notas	32
Bibliografía	33

Capítulo II

LOS ASPECTOS FISCALES DE LA CRISIS FINANCIERA Y SU IMPACTO EN LA DEUDA PÚBLICA 37

A. Introducción	37
B. Aspectos fiscales de la crisis mundial	39
1. Saldos fiscales y desequilibrios mundiales antes de la crisis	39
2. La evolución de las cuentas fiscales y los efectos de la crisis	45
3. Medidas fiscales adoptadas en respuesta a la crisis	49
C. Evolución de la deuda pública	53
1. Tendencias recientes de la deuda pública en los países desarrollados y en desarrollo	53
2. Contribución de factores no fiscales a las crisis de la deuda	56
D. Conclusiones	60
Notas	61
Bibliografía	62

Capítulo III

ESPACIO FISCAL, SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	65
A. Introducción	65
B. Problemas de política fiscal	67
1. Estrategias de salida y saneamiento de las finanzas públicas.....	68
2. Ajuste fiscal sin estímulo previo: fundamentos de las políticas fiscales procíclicas.....	72
3. El caso especial de los países ricos en recursos naturales.....	74
C. Aspectos cualitativos y cuantitativos del espacio fiscal	78
1. Una perspectiva amplia y dinámica del espacio fiscal.....	79
2. Tipos de interés y espacio fiscal.....	80
3. Finanzas funcionales y multiplicadores fiscales.....	82
D. Hacer frente a las crisis de la deuda pública	86
1. Prevención de las crisis de la deuda.....	87
2. Respuesta a las crisis de la deuda.....	89
3. Reestructuración de la deuda.....	90
E. Conclusiones: crecer para salir de deudas	93
Notas	94
Bibliografía	96

Capítulo IV

NUEVA REGULACIÓN Y REESTRUCTURACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO	101
A. Introducción	101
B. ¿Qué fue lo que falló?	103
1. La creación de riesgo por el sector financiero.....	103
2. La desregulación y el sistema bancario paralelo.....	105
3. Está en juego la función de prestamista de última instancia.....	107
C. Cuestiones no resueltas de la regulación financiera	109
1. La autorregulación y el riesgo endógeno.....	110
2. Instituciones financieras de importancia sistémica.....	111
3. Volatilidad de las corrientes de capitales y necesidad de instaurar controles de capitales.....	113
4. Liberalización de los servicios y regulación prudencial.....	114
D. El programa inconcluso de reformas y algunas recomendaciones normativas	116
1. El regreso a la regulación y el riesgo endógeno.....	117
2. Más allá de una nueva regulación: hacia una reestructuración del sistema bancario.....	119
3. Necesidad de un sector bancario más equilibrado: bancos públicos y cooperativos.....	120
4. Construir un cortafuegos entre la banca comercial y la banca de inversión.....	121
Notas	122
Bibliografía	123

Capítulo V

LA FINANCIARIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE PRODUCTOS BÁSICOS: EVOLUCIÓN RECIENTE Y CUESTIONES NORMATIVAS	127
A. Introducción	127
B. Tendencias y evolución de la financiarización de los mercados de productos básicos	132
C. Formación de los precios de los productos básicos: contribución de la información y del comportamiento gregario	135
1. Información e incertidumbre en los mercados de productos básicos	135
2. Comportamiento gregario.....	137
D. Mercados financiarizados: influencia general sobre la evolución de los precios de los productos básicos	145
1. Posiciones de los operadores y precios de los productos básicos	145
2. Influencia de los inversores financieros sobre los precios en diferentes mercados de activos	150
E. Consideraciones y recomendaciones normativas	156
1. Aumento de la transparencia en los mercados de productos básicos físicos.....	157
2. Aumento de la transparencia de los mercados de futuros y los mercados extrabursátiles de productos básicos.....	159
3. Imposición de una regulación más estricta a los inversores financieros	160
4. Programas para hacer frente a las burbujas especulativas.....	162
Notas	164
Bibliografía	168

Anexo del capítulo V

Reforma de la regulación de los mercados de derivados de productos básicos	171
---	-----

Capítulo VI

EL ORDEN MONETARIO MUNDIAL Y EL SISTEMA DE COMERCIO INTERNACIONAL	179
A. Introducción	179
B. Una nueva concepción de la gobernanza económica mundial	181
C. Flujos de capital privado desestabilizadores: vuelta a la normalidad	184
1. Afán de riesgo y operaciones de <i>carry-trade</i>	184
2. El yen japonés y el dólar de los Estados Unidos como monedas de financiación.....	188
3. El costo de nadar contra una corriente de apreciación	190
D. Desajuste de los tipos de cambio reales en la Unión Económica y Monetaria Europea	192

E. Una flotación administrada y basada en reglas como posible solución	195
1. Flexibilidad del tipo de cambio nominal.....	195
2. Hacia una mayor estabilidad del tipo de cambio real.....	196
3. Ajuste del tipo de cambio de acuerdo con la paridad descubierta de tipos de interés.....	198
F. Limitaciones y eficacia de la flotación administrada	200
1. Eficacia de la intervención en los mercados de divisas	200
2. Alcance y costo de la esterilización de las intervenciones en los mercados de divisas	202
G. Cooperación internacional en la gestión de los tipos de cambio	203
H. La política económica y el papel de la intervención	205
Notas	207
Bibliografía	208

Lista de cuadros

<i>Cuadro</i>	<i>Página</i>
1.1 Crecimiento de la producción mundial, 2003-2011	2
1.2 Volumen de las exportaciones e importaciones de mercancías en determinadas regiones y países, 2007-2010	8
1.3 Precios mundiales de los productos primarios, 2005-2011	15
1.4 Crecimiento de los salarios reales, en determinadas regiones y economías, 2001-2010	21
2.1 Evolución de los indicadores fiscales en determinadas regiones, 1997-2010	47
2.2 Medidas de estímulo fiscal anunciadas en determinadas economías, 2008-2010	50

Lista de recuadros

<i>Recuadro</i>	<i>Página</i>
3.1 Estímulo fiscal y efecto de desplazamiento.....	75
3.2 Los multiplicadores fiscales	83
5.1 Opiniones de los participantes en los mercados: resultados de una encuesta de la UNCTAD	138
5.2 Interrelación entre los mercados físicos y financieros.....	146
5.3 Fuentes de información sobre las variables fundamentales de los mercados de productos básicos.....	158
6.1 Eslovenia – Un ejemplo de flotación administrada con éxito	201
6.2 Esterilización de las inversiones y balance general del Banco central de China	203

Lista de gráficos

<i>Gráfico</i>	<i>Página</i>
1.1 PIB real a precios de mercado, 2002-2011	4
1.2 Volumen del comercio mundial, enero de 2000 a abril de 2011	9
1.3 Relación neta de intercambio de trueque, 2000-2010	11
1.4 Evolución mensual de los precios de los productos básicos, los tipos de cambio y la producción industrial mundial, enero de 2002 a mayo de 2011	13
1.5 Proporción del ingreso nacional correspondiente a los salarios en determinadas economías, 1980-2010.....	20
1.6 Masa salarial total y consumo privado a precios constantes en determinados países, 1996-2010	23
1.7 Balanza por cuenta corriente en determinados países y grupos de países, 2005-2011.....	29
1.8 Tipo de cambio efectivo real en determinados países, enero de 2000 a mayo de 2011	31
2.1 Formación bruta de capital, balanza por cuenta corriente y ahorro nacional en determinados países, 1990-2010	40
2.2 Ingresos y gastos públicos y saldo fiscal de determinadas regiones, 1997-2010	46
2.3 Coeficiente deuda pública/PIB en los países en desarrollo, por grupo de renta, 1970-2010.....	53
2.4 Relación entre deuda pública total, interna y externa y PIB en los países en desarrollo, 1970-2010.....	54
2.5 Deuda externa de los países en desarrollo, por tipo de deuda, 1970-2009.....	55
2.6 Contribuciones al crecimiento del coeficiente deuda/PIB, 1985-2004	59
3.1 Relación entre la deuda pública como porcentaje del PIB y los tipos de interés reales a largo plazo en Alemania, el Japón y los Estados Unidos, 1981-2010	71
3.2 Comparación entre las proyecciones del crecimiento del PIB, los saldos fiscales y las balanzas por cuenta corriente en programas patrocinados por el FMI y valores efectivos en determinados países	73
3.3 Tipo de interés real y crecimiento real del PIB en determinados países, 1991-2010.....	81
5.1 Inversión financiera en productos básicos y valores como proporción del PIB mundial, 1998-2010.....	133
5.2 Inversiones financieras en productos básicos como proporción de la producción mundial de petróleo, 2001-2010.....	134
5.3 Diferentes tipos de comportamiento gregario	140
5.4 Precios y posiciones financieras netas en largo, por categoría de operador, para determinados productos básicos, junio de 2006 a junio de 2011	148
5.5 Posiciones de los gestores de carteras y precios del petróleo crudo, enero de 2009 a junio de 2011	149
5.6 Correlación entre los índices de productos básicos y de valores, 1986-2011	151

Gráfico

Página

5.7	Dinámica de la producción industrial mundial después de los niveles máximos de cuatro ciclos económicos.....	152
5.8	Evolución de los precios de los productos básicos y las acciones antes y después de los niveles mínimos de determinados ciclos económicos.....	153
5.9	Correlación entre inversiones financieras en productos básicos y determinados tipos de cambio, enero de 1986 a junio de 2011	155
6.1	Evolución de los tipos de interés a corto plazo, enero de 1996 a febrero de 2011	185
6.2	Tasas de inflación y tipos de interés a corto plazo en las economías de mercado emergentes y en transición, enero de 1996 a febrero de 2011	187
6.3	Evolución de los tipos de cambio y las reservas, y de las inversiones de cartera, tercer trimestre de 2005 a tercer trimestre de 2010	187
6.4	Flujos financieros privados netos (excluida la IED): economías de mercado emergentes y en desarrollo, 1990-2010	189
6.5	Posiciones netas de operadores no comerciales de futuros en dólares australianos y yenes japoneses, enero de 2005 a abril de 2011	189
6.6	Relación entre beneficios previstos y riesgo, 2005-2010	190
6.7	Diferencial de inflación y tipo de cambio nominal y real en el Brasil, enero de 1996 a febrero de 2011	191
6.8	Costos laborales unitarios y deflactor del PIB en la UEM, 1999-2010.....	193
6.9	Balanzas por cuenta corriente en la UEM, 1991-2010.....	194
6.10	Evolución de los tipos de cambio efectivos reales en función del IPC y de los costos laborales unitarios en determinados países, 1991-2010	198
6.11	Tipos de cambio de determinadas monedas: valores reales y evolución simulada de la PPA y la PDI	200

Notas explicativas

Clasificación por grupos de países o productos

La clasificación de países utilizada en este *Informe* se ha adoptado exclusivamente por razones estadísticas o para facilitar los análisis y no implica necesariamente juicio alguno acerca del nivel del desarrollo de ningún país o zona.

Las principales agrupaciones de países utilizadas en este *Informe* se ajustan a la clasificación de la Oficina de Estadística de las Naciones Unidas (UNSO):

- » Países desarrollados o industriales o industrializados: los países miembros de la OCDE (excepto México, la República de Corea y Turquía) más los nuevos países miembros de la Unión Europea e Israel.
- » “Economías en transición”: Europa Sudoriental y la Comunidad de Estados Independientes (CEI).
- » Países en desarrollo: todos los países, territorios y zonas no especificados más arriba.

Los términos “país”/”economía” también se aplican, a territorios o zonas, según el caso.

Las referencias que se hacen a “América Latina” en el texto o en los cuadros incluyen a los países del Caribe, a menos que se indique otra cosa.

Las referencias que se hacen al “África Subsahariana” en el texto o en los cuadros incluyen a Sudáfrica, a menos que se indique otra cosa.

Salvo indicación en contrario, las agrupaciones regionales y las clasificaciones por grupos de productos utilizadas en el presente *Informe* con fines estadísticos son en general las empleadas en el *UNCTAD Handbook of Statistics 2010* (publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: B.10.II.D.1). Los datos correspondientes a China no incluyen la Región Administrativa Especial de Hong Kong (RAE de Hong Kong), la Región Administrativa Especial de Macao ni la Provincia china de Taiwán.

Otras notas

Las referencias que se hacen en el texto al *TDR* corresponden al *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo* (de un determinado año). Por ejemplo, el *TDR 2010* corresponde al *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2010* (publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.10.II.D.3).

Por “dólares” (\$) se entiende dólares de los Estados Unidos de América, a menos que se indique otra cosa.

Por “toneladas” se entiende toneladas métricas.

Las tasas anuales de crecimiento y variación son tasas compuestas.

Las exportaciones se valoran f.o.b. y las importaciones c.i.f., a menos que se indique otra cosa.

El guión (-) entre cifras que expresen años, por ejemplo 1988-1990, significa que se trata de todo el período considerado, ambos años inclusive.

La barra (/) entre dos años, por ejemplo 2000/01, indica un ejercicio económico o un año agrícola.

Un punto (.) indica que los datos no se aplican.

Dos puntos (..) indican que los datos faltan o no constan por separado.

El guión (-) o el cero (0) indican que la cantidad es nula o insignificante.

La suma de los decimales y de los porcentajes no siempre coincide con el total indicado porque se han redondeado las cifras.

Siglas

AGCS	Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios
AIE	Agencia Internacional de la Energía
BCE	Banco Central Europeo
BPI	Banco de Pagos Internacional
CAC	cláusula de acción colectiva
CBO	Congressional Budget Office
CE	Comisión Europea
CEI	Comunidad de Estados Independientes
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
CFTC	Comisión de Contratación de Futuros de Mercancías
CIT	operadores de índices de productos básicos
CPB	Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos
DAES	Departamento de Asuntos Económicos y Sociales
DBD	operadores de valores y bolsa por cuenta propia y ajena (diversified broker-dealers)
FAO	Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura
FMI	Fondo Monetario Internacional
IED	Inversión extranjera directa
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores
IPC	Índice de precios al consumidor
JODI	Joint Organisations Data Initiative
MRDS	mecanismo de reestructuración de la deuda soberana
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OEI	Oficina de Evaluación independiente (FMI)
OIT	Organización Internacional del Trabajo
OMC	Organización Mundial del Comercio
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
PDI	paridad descubierta de tipos de interés
PIB	Producto interno bruto
PPA	paridad de poder adquisitivo
S&P GS	Standard and Poor's Goldman Sachs
SME	Sistema Monetario Europeo
TARP	Programa de recompra de activos problemáticos
TBI	tratado bilateral de inversión
TDR	Informe sobre el Comercio y el Desarrollo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria Europea
UNCTAD	Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo
USDA	Departamento de Agricultura de los Estados Unidos
VAR	modelo vectorial autorregresivo

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 extrema 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 resultas 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 pelagra 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 desvíen 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.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'S. Panitchpakdi', with a stylized flourish at the end.

Supachai Panitchpakdi
Secretary-General of UNCTAD

TENDENCIAS Y CUESTIONES ACTUALES DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

A. Tendencias recientes de la economía mundial

1. Crecimiento mundial

En 2011 ha disminuido el ritmo de recuperación de la economía mundial, tras el repunte que siguió a la caída en picado registrada en todo el mundo en 2009. Según las previsiones, este año el producto interno bruto (PIB) mundial aumentará un 3,1%, mientras que en 2010 tuvo un incremento del 3,9%. Aunque la desaceleración económica afectará tanto a los países desarrollados como a los países en desarrollo, las tasas de crecimiento seguirán siendo mucho más altas en las economías en desarrollo (de casi el 6,3%) que en las economías desarrolladas (cerca del 1,8%), mientras que está previsto que las economías en transición de la Comunidad de Estados Independientes crezcan a una tasa intermedia de cerca del 4,5% (cuadro 1.1). Así pues, seguirá la “recuperación a dos velocidades” observada en 2010, caracterizada por los ritmos de crecimiento más rápidos registrados desde 2003 en todas las regiones en desarrollo y por una mayor lentitud en los países desarrollados. Y lo que es más importante, esa disparidad podría indicar que existen obstáculos específicos a la reactivación económica de los países desarrollados que no afectan a la mayor parte de los países en desarrollo.

Tal como se pronosticó en el *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo 2010*, la reposición de existencias y los programas de estímulo fiscal

se han ido terminando paulatinamente desde mediados de 2010. Al disminuir los efectos positivos iniciales de esos factores temporales, ha quedado al descubierto una debilidad fundamental del proceso de recuperación de las economías desarrolladas, a saber, que el aumento de la demanda privada no es suficiente para mantener la reactivación. Esto se debe en parte a la persistencia de altas tasas de endeudamiento de los hogares en varios países y la renuencia de los bancos a conceder nuevos créditos. Pero el motivo principal es que los consumidores no prevén que sus ingresos aumenten de forma sostenida a mediano plazo. En los Estados Unidos, Europa y el Japón, la recuperación actual se caracteriza no solo por un crecimiento sin empleo —al igual que las recuperaciones anteriores— sino también por el estancamiento de los salarios, fenómeno que hasta el momento se había observado sobre todo en el Japón. El desempleo sigue siendo alto y frena la subida de los salarios. Este efecto se ve agravado por la flexibilización de los mercados laborales y podría llegar a ocurrir que el pesimismo de los asalariados impidiese el regreso a pautas normales de consumo y, por ende, de inversión en capital fijo. En la primera fase de la recuperación repuntaron los beneficios de las empresas, de resultados de los efectos positivos que los programas de los gobiernos tuvieron sobre la demanda, pero las economías desarrolladas carecen de energía suficiente para una expansión duradera, pues persiste la debilidad de la demanda de los asalariados.

Cuadro 1.1

CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN MUNDIAL, 2003-2011

(Variación porcentual anual)

Región/país	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ^a
Total mundial	2,7	4,1	3,6	4,1	4,0	1,7	-2,1	3,9	3,1
Países desarrollados	1,9	3,0	2,5	2,8	2,6	0,3	-3,6	2,5	1,8
de los cuales:									
Japón	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-1,2	-6,3	4,0	-0,4
Estados Unidos	2,5	3,6	3,0	2,6	2,1	0,4	-2,6	2,9	2,3
Unión Europea (UE-27)	1,4	2,5	2,0	3,2	3,0	0,5	-4,2	1,8	1,9
de la cual:									
Zona del euro	0,8	2,2	1,7	3,1	2,8	0,5	-4,1	1,7	1,8
Francia	1,1	2,5	1,9	2,2	2,4	0,2	-2,6	1,5	2,1
Alemania	-0,2	1,2	0,8	3,4	2,7	1,0	-4,7	3,6	3,0
Italia	0,0	1,5	0,7	2,0	1,5	-1,3	-5,0	1,0	0,9
Reino Unido	2,8	3,0	2,2	2,8	2,7	-0,1	-4,9	1,3	1,3
Unión Europea (UE-12) ^b	4,3	5,5	4,7	6,5	6,2	4,0	-3,6	2,2	3,2
Europa Sudoriental y CEI	7,2	7,7	6,5	8,3	8,6	5,4	-6,7	4,1	4,4
Europa Sudoriental ^c	4,1	5,6	4,7	5,2	6,1	4,3	-3,7	0,5	2,2
CEI, incluida Georgia	7,6	7,9	6,7	8,7	8,8	5,5	-7,0	4,5	4,5
de la cual:									
Federación de Rusia	7,3	7,2	6,4	8,2	8,5	5,6	-7,9	4,0	4,4
Países en desarrollo	5,4	7,5	6,9	7,6	8,0	5,4	2,5	7,4	6,3
África	5,2	8,0	5,3	6,0	5,9	5,4	1,8	4,4	3,5
Norte de África, excluido el Sudán	6,6	4,9	5,1	5,4	4,7	4,8	1,5	4,1	0,2
África Subsahariana, excluida Sudáfrica	5,5	13,0	5,4	6,8	7,2	6,8	4,2	5,5	5,8
Sudáfrica	2,9	4,6	5,3	5,6	5,5	3,7	-1,8	2,8	4,0
América Latina y el Caribe	1,8	5,8	4,6	5,5	5,6	4,0	-2,2	5,9	4,7
Caribe	3,0	3,7	7,5	9,4	5,9	3,0	0,3	3,3	3,4
América Central, excluido México	3,8	4,2	4,8	6,5	7,1	4,3	-0,5	3,6	4,3
México	1,4	4,1	3,3	4,8	3,4	1,5	-6,5	5,5	4,0
América del Sur	1,9	6,9	5,1	5,5	6,7	5,3	-0,4	6,4	5,1
de la cual:									
Brasil	1,1	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,6	7,5	4,0
Asia	6,9	8,1	8,1	8,7	9,1	5,8	4,2	8,3	7,2
Asia Oriental	7,1	8,3	8,6	10,0	11,1	7,0	5,9	9,4	8,0
de la cual:									
China	10,0	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,1	10,3	9,4
Asia Meridional	7,8	7,5	8,2	8,4	8,9	4,5	5,8	7,2	6,9
de la cual:									
India	8,4	8,3	9,3	9,4	9,6	5,1	7,0	8,6	8,1
Asia Sudoriental	5,6	6,5	5,8	6,2	6,6	4,2	1,0	7,8	5,0
Asia Occidental	6,3	9,4	7,8	6,7	5,2	4,8	-0,8	6,0	6,4
Oceanía	2,4	2,0	2,2	1,4	2,8	2,5	1,4	2,9	3,5

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de la base de datos *National Accounts Main Aggregates* y el informe *World Economic Situation and Prospects (WESP) 2011: Mid-Year Update* del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales (DAES) de las Naciones Unidas; CEPAL (2011); base de datos *OECD.Stat*, de la OCDE; y fuentes nacionales.

Nota: Los cálculos de los agregados nacionales se basan en el PIB a dólares constantes del año 2005.

a Previsiones.

b Nuevos Estados miembros de la UE después de 2004.

c Albania, Bosnia y Herzegovina, Croacia, la ex República Yugoslava de Macedonia, Montenegro y Serbia.

Otro factor que podría retrasar o comprometer la recuperación económica es la aplicación de políticas fiscales y monetarias más restrictivas, basadas en el diagnóstico cuestionable de que ya se está produciendo un crecimiento económico impulsado por el sector privado. Por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) considera que la expansión fiscal ya no es necesaria puesto que “la demanda privada la ha sustituido en gran parte” (FMI, 2011a: xv). Además, el Banco de Pagos Internacionales sostiene que la inflación es actualmente el principal riesgo en una economía mundial que por lo demás se está recuperando y, por lo tanto, afirma que los tipos de interés oficiales deberían aumentar en todo el mundo (Banco de Pagos Internacionales, 2011: xii). Según esta opinión, el objetivo de la política económica ya no debería ser estimular el crecimiento, sino más bien controlar la inflación y reducir los déficits fiscales y la deuda pública. Pero como casi todos los gobiernos de las grandes economías desarrolladas están tratando de contener el gasto público, entre otras cosas mediante el recorte o la congelación de los salarios del sector público, existe el riesgo de que la consiguiente revisión a la baja de las expectativas de los hogares haga fracasar la recuperación de la economía mundial. En vista de la debilidad de los indicadores del mercado laboral de los Estados Unidos, los riesgos de contagio financiero en Europa y el deterioro de algunos de los principales indicadores de la industria manufacturera mundial (J. P. Morgan, 2011), la aplicación de políticas macroeconómicas restrictivas aumenta la probabilidad de que los países desarrollados se vean sumidos en un largo período de crecimiento mediocre, cuando no de verdadera contracción económica.

Las economías en desarrollo presentan un cuadro diferente: su rápida recuperación de la crisis y su crecimiento sostenido han sido el resultado de varios factores, entre ellos las medidas anticíclicas, el repunte de los precios de los productos básicos desde mediados de 2009 y la expansión de los salarios reales. Algunos analistas afirman que el aumento de los precios de los productos básicos ha sido la causa principal de la recuperación de los países en desarrollo (FMI, 2011a). Sin embargo, si bien la subida de los precios ha sido determinante para los exportadores de productos básicos, los países en desarrollo importadores de productos básicos también han crecido con la misma rapidez. Un factor importante que no debe subestimarse es que

en muchos países en desarrollo la Gran Recesión no ha provocado recortes de los salarios reales; por el contrario, el ingreso y la demanda internos han seguido creciendo. En ese sentido, la recuperación de muchos países en desarrollo, impulsada en gran medida por los salarios, contrasta con la de las economías desarrolladas, que ha ido acompañada de un estancamiento de los salarios. Además, puesto que los sistemas financieros de los países en desarrollo en su mayoría no resultaron afectados por la crisis más reciente, su demanda interna se beneficia además de la disponibilidad de crédito interno. Así pues, el crecimiento de esos países se apoya cada vez más en la expansión de los mercados internos, lo cual podría explicar el crecimiento continuo y la resiliencia de esas economías, a pesar del crecimiento modesto observado en los países desarrollados.

Con todo, la expansión económica de los países en desarrollo se enfrenta a varios desafíos. Paradójicamente, algunos de sus problemas son el resultado de su resistencia al contagio financiero en la última crisis. Más concretamente, como las economías de mercado emergentes parecían correr más riesgos, atrajeron aún más entradas de capital a corto plazo, las cuales podrían generar burbujas de activos y ejercer presión al alza sobre los tipos de cambio, lo que les restaría competitividad. Además, el aumento de la inflación en varios de esos países, debido en gran parte a la subida de los precios de los productos básicos, los ha llevado a endurecer su política monetaria y subir los tipos de interés, y eso tiene el efecto de atraer más capital extranjero en forma de operaciones de arbitraje de tipos de interés entre monedas (*carry-trade*). Al mismo tiempo, la volatilidad de los mercados de productos básicos muy financiarizados parece indicar que un impacto negativo originado en las economías desarrolladas podría hacer bajar los precios de los productos primarios de exportación, como ya ocurrió en 2008 (véase el capítulo V del presente informe). Por consiguiente, a pesar de que los mercados internos contribuyen cada vez más a impulsar el crecimiento de los países en desarrollo, su expansión económica sostenida está expuesta a riesgos externos significativos que tienen su origen en las debilidades económicas de las economías desarrolladas y en el hecho de que no haya habido reformas significativas en los mercados financieros internacionales.

Es pues evidente que la gran variabilidad del ritmo de la recuperación económica es una

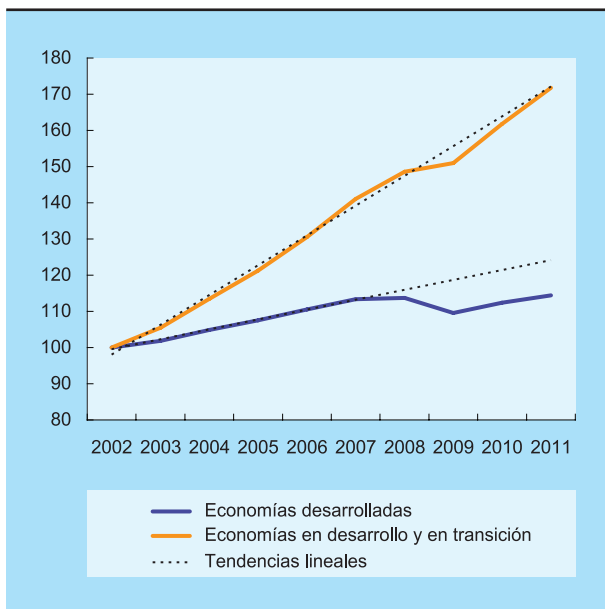
de las principales características de la economía mundial posterior a la crisis. Mientras que, tras la desaceleración de 2008-2009, las economías en desarrollo y en transición, como grupo, han reanudado el crecimiento que experimentaban antes de la crisis, en las economías desarrolladas el crecimiento sigue siendo muy lento, por lo que cabe pensar que su producción económica está actualmente muy por debajo de su potencial (gráfico 1.1). En los *Estados Unidos*, la recuperación económica está estancada desde principios de 2011, de modo que el crecimiento es demasiado lento para reducir significativamente el desempleo. Entre el final de 2007 y mediados de 2009, los indicadores laborales sufrieron un fuerte deterioro, acompañado de un rápido aumento del desempleo y el subempleo, y no mejoraron en la posterior fase de recuperación económica. En el primer trimestre de 2011 el empleo asalariado se mantuvo por debajo del nivel del primer trimestre de 2009 (en el punto más bajo del ciclo económico) y los salarios reales (por hora

trabajada) siguieron estancados. El resultado fue que los asalariados no se beneficiaron en lo más mínimo con la recuperación económica; entre el segundo trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2011, los beneficios empresariales representaban el 92% del incremento acumulado del ingreso nacional. En ese tipo de recuperación, que se conoce como recuperación “sin empleo y ni salarios” (Sum *et al.*, 2011), el gasto de consumo apenas contribuye al crecimiento del PIB. Además, la persistente atonía del mercado inmobiliario retrasará la recuperación de las inversiones en vivienda y del crédito a particulares. A pesar de esta falta de dinamismo de la demanda privada, se ha optado por políticas macroeconómicas menos adecuadas para estimularla. El gasto público disminuyó a finales de 2010 y principios de 2011 y, dadas las diferencias políticas acerca de cómo afrontar el déficit fiscal y el límite máximo de la deuda pública, difícilmente habrá nuevas medidas de estímulo fiscal. La segunda ronda de medidas de expansión monetaria, que concluyó en junio de 2011, no se tradujo en un incremento del crédito para las actividades económicas internas: por el contrario, entre el primer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2011, el crédito otorgado por los bancos al sector privado disminuyó un 11% en términos reales. En general, las políticas monetarias seguirán siendo acomodaticias y los tipos de interés se mantendrán a niveles históricamente muy bajos pero las autoridades monetarias no prevén nuevas medidas de expansión monetaria.

El Japón, Australia y Nueva Zelanda quedaron gravemente afectados por catástrofes naturales. La economía japonesa, que ya estaba en declive desde mediados de 2010, debido a una disminución del consumo de los hogares, el gasto público y las exportaciones netas, volvió a entrar oficialmente en recesión en el primer trimestre de 2011. En marzo, su sector manufacturero sufrió trastornos sin precedentes en la cadena de producción y distribución y en la generación de energía debido al terremoto y el *tsunami* de gran magnitud que sufrió el país. Las cifras preliminares apuntan a una rápida reactivación del sector manufacturero, gracias a que han disminuido los cortes del suministro de electricidad. Además, la fuerte demanda pública y privada para la reconstrucción seguirá estimulando la actividad económica en la segunda mitad del año y en 2012. Aunque ello no impedirá una contracción general del PIB en 2011, con toda seguridad dará lugar a una recuperación significativa en 2012.

Gráfico 1.1

PIB REAL A PRECIOS DE MERCADO, 2002-2011
(Índice, 2002 = 100)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de la base de datos *National Accounts Main Aggregates* y el informe *World Economic Situation and Prospects (WESP) 2011: Mid-Year Update* del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales (DAES) de las Naciones Unidas; CEPAL (2011); base de datos *OECD.Stat* de la OCDE, y fuentes nacionales.

Nota: Las tendencias lineales corresponden al período 2002-2007.

Ahora bien, a mediano plazo será necesario superar diferentes obstáculos al crecimiento que ya existían antes de la catástrofe, como la contracción de los salarios reales, la apreciación de la moneda y los intentos de reducir la enorme deuda pública adoptando medidas de ajuste fiscal. En cambio, según las previsiones, los efectos negativos de las inundaciones en Australia y del terremoto en Nueva Zelanda serán menos duraderos, por lo que es poco probable que lleven a esos dos países a la recesión.

En la *Unión Europea (UE)*, se prevé que la tasa de crecimiento aumente ligeramente, del 1,8% en 2010 a cerca del 1,9% en 2011, aunque con variaciones considerables entre los países miembros. A principios de 2011, Alemania y Francia registraron una aceleración intertrimestral. En Alemania, el crecimiento se basó en la inversión y las exportaciones netas —al igual que en 2010— mientras que el consumo privado siguió siendo insuficiente debido al estancamiento de los salarios reales. En Francia la inversión en capital fijo y las existencias siguen recuperándose de la crisis, pero el consumo de los hogares se mostró relativamente débil en los primeros meses de 2011, debido en parte al aumento de los precios de la energía y en parte al fin de los incentivos públicos al consumo. En el Reino Unido, en el primer trimestre de 2011 disminuyó la demanda interna en un contexto en que aumentaba la inflación y los salarios registraban un crecimiento lento, a lo que se sumó un estancamiento de la inversión de las empresas; por eso no se registró sino un escaso aumento del PIB, que apenas compensó su disminución de fines de 2010. La situación parece aún más sombría en la periferia de Europa: las crisis de la deuda pública, como en Grecia, Irlanda y Portugal, han aumentado los costos de refinanciación de la deuda. Esos países se han visto forzados a adoptar medidas de austeridad fiscal, condición sin la cual el FMI y la UE no les habrían concedido financiación de emergencia. Otros países expuestos al riesgo de contagio (como Italia y España) también están adoptando medidas de ajuste fiscal con objeto de mantener la confianza de los mercados financieros. Con esas políticas restrictivas, combinadas con los ya elevados niveles de desempleo, esos países podrían seguir en recesión en 2011 o, en el mejor de los casos, registrar un pequeño crecimiento del PIB. Los dilemas políticos a que se enfrentan los países europeos se analizan más a fondo en la sección B *infra*.

Según las previsiones, en los países en desarrollo también disminuirán las tasas de crecimiento en 2011, pero esto se debe a que la base de comparación, correspondiente a 2010, es más alta y, en algunos casos, a la lentitud del crecimiento de las economías desarrolladas antes que a obstáculos endógenos al crecimiento. Las economías de Asia siguen ostentando las tasas más altas de crecimiento del PIB. Sin embargo, según indicadores de alta frecuencia recientes, como los relativos a la producción industrial y al comercio, el crecimiento económico del *Asia Oriental y Sudoriental* se moderó en el segundo trimestre de 2011, tras un primer trimestre de fuerte aumento. La ralentización se debe a una serie de factores a corto plazo, entre ellos los efectos del terremoto en el Japón sobre la cadena de producción y distribución y el impacto de políticas monetarias más restrictivas en las actividades económicas internas, así como a factores más duraderos, como las debilidades de algunos de los principales mercados de exportación, especialmente el Japón y los Estados Unidos. Por ello se prevé que en 2011 disminuirá la contribución de las exportaciones —y en cierta medida de la inversión— al crecimiento, disminución que afectará a varios países orientados a la exportación, como por ejemplo Malasia, Singapur y Tailandia. En los países con grandes mercados internos y un creciente consumo de los hogares, como China e Indonesia, la desaceleración, si la hay, será leve. En China, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB es menor que antes de la crisis. La inversión en capital fijo (en primer lugar) y el consumo privado son los dos factores principales que impulsan el crecimiento. La mayor importancia de la demanda interna está en consonancia con el objetivo del Gobierno de reequilibrar el crecimiento, pero la importancia relativa del consumo con respecto a la inversión está todavía pendiente de ajuste.

En el *Asia Meridional*, la India sigue registrando un rápido crecimiento (de cerca del 8%), basado principalmente en el vigor del consumo y la inversión internos pero también en la contribución positiva de las exportaciones netas. Una buena cosecha de invierno ha venido a añadirse a la actividad interna, que se ha mantenido intensa. La mayoría de los demás países de la región también están creciendo, aunque a tasas más bajas, sobre todo por el impulso de la demanda interna. El aumento de los precios de las importaciones registrado desde el último trimestre de 2010 ha incidido en las

balanzas comerciales y ha aumentado las presiones inflacionistas, las cuales podrían ser motivo de políticas macroeconómicas más restrictivas en un futuro próximo.

Según las previsiones, el *Asia Occidental* seguirá creciendo a una tasa relativamente alta, aunque con grandes diferencias entre los países de la región. En varios países, se prevé que la inestabilidad política tendrá un impacto negativo en las perspectivas de crecimiento a corto plazo por sus efectos sobre la inversión y el turismo. En los demás países, en su mayoría importantes productores de petróleo, los riesgos políticos han llevado a los gobiernos a aplicar medidas expansivas, como rebajas de impuestos, aumentos de los salarios del sector público y nuevas obras de infraestructura, con objeto de prevenir la inestabilidad social o política. Cabe prever que las ingentes sumas que se inyecten en la economía estimularán el crecimiento del PIB. Turquía, país que no ha resultado afectado por la inestabilidad política, seguirá registrando este año un crecimiento elevado. Se prevé que en 2011 su déficit por cuenta corriente alcance el 9% del PIB, pues los capitales especulativos procedentes del extranjero han alimentado el crecimiento del crédito, que aumentó un 35% en términos reales a lo largo del año pasado, y han acentuado la apreciación de la moneda. Por consiguiente, una inversión de las corrientes de capitales podría tener efectos negativos para toda la economía.

Según las previsiones, el crecimiento decaerá en *África*, declive que se deberá casi por completo a la inestabilidad política en varios países de *África del Norte*. En Egipto y Túnez el crecimiento disminuirá significativamente en 2011, debido a la caída de la inversión y la ralentización en el sector, vital, del turismo. Ahora bien, el país en que los conflictos han tenido el impacto más grave es Libia, donde se ha detenido gran parte de la actividad económica, incluidas la producción y exportación de petróleo. Esa situación contrasta con la del *África Subsahariana*, donde, según las proyecciones, se mantendrán las tasas generales de crecimiento del PIB registradas en 2010. Las inversiones en infraestructuras y las políticas fiscales expansivas deberían fomentar el crecimiento económico de la subregión. Esa tendencia se reforzará con el rápido desarrollo de servicios como las telecomunicaciones. Mientras que para los países exportadores de minerales y energía ha mejorado la relación de

intercambio de resultados de la fuerte demanda de materias primas por parte de otras grandes economías en desarrollo, en muchos de los países son otros los sectores que más han contribuido al crecimiento. En Nigeria, por ejemplo, donde el robusto crecimiento de la producción del 7,6% registrado en 2010 se mantenía a principios de 2011, el sector no petrolero creció un 8,5%, frente al 3% registrado en el sector petrolero. En Sudáfrica, el crecimiento del PIB se aceleró en el primer trimestre de 2011, debido a un considerable aumento del sector manufacturero. También han crecido varias industrias del sector de los servicios, aunque no tan rápidamente. Si bien el desempleo abierto sigue siendo alto, situándose en el 25%, los salarios reales han aumentado de manera significativa y el consumo privado sigue siendo el principal motor del crecimiento económico.

América Latina y el Caribe se recuperaron rápidamente de la crisis y registraron un crecimiento del PIB de casi el 6% en 2010 —una de las tasas más altas en decenios. A fines de 2010 y principios de 2011 se registró incluso una aceleración del crecimiento intertrimestral. Sin embargo, en comparación con el nivel de referencia relativamente alto de 2010, es probable que el crecimiento decaiga en 2011 por debajo del 5%. Los principales impulsores del crecimiento serán la demanda, tanto de consumo como de inversión, estimulada por la mejora significativa de las condiciones laborales y la expansión del crédito. En general, es probable que los gobiernos moderen sus programas de estímulo económico, pero unos cuantos países tal vez opten por políticas fiscales restrictivas. El crecimiento económico ha mantenido a raya los déficits fiscales y la deuda pública. El volumen de las exportaciones no aumentará con la misma rapidez que en 2010, pero los exportadores de productos básicos seguirán beneficiándose de las mejoras sustanciales de la relación de intercambio. Ello a su vez dará lugar a un incremento de las importaciones, en particular de bienes de capital. El aumento de los precios de los productos básicos ejerce una presión al alza sobre las tasas de inflación: a mayo de 2011, el promedio regional alcanzó el 7,5%, mientras que la inflación subyacente (sin contar los precios de los alimentos y los combustibles) era de apenas el 5,5% (CEPAL, 2011). La reacción de varios bancos centrales consistió en adoptar políticas monetarias más restrictivas, aunque esto ha atraído incluso más entradas no deseadas de capital a corto plazo. Así

pues, los gobiernos se encuentran ante un dilema político y muchos de ellos han establecido controles de capitales o los han reforzado para mitigar las perturbaciones macroeconómicas y la apreciación de la moneda provocadas por esas corrientes de capital.

En el Brasil el crecimiento ha decaído, pasando del 7,5% en 2010 a cerca del 4% este año, a consecuencia de las políticas fiscales y monetarias restrictivas adoptadas con el fin de incrementar el excedente fiscal primario y contener la inflación. En la Argentina en cambio se prevé que la tasa de crecimiento superará el 8% gracias al incremento de dos dígitos del consumo privado y de la inversión en capital fijo. En los países andinos, importantes exportadores de combustibles o de minerales, se prevé que aumentará la tasa de crecimiento (en Bolivia, Chile, Colombia, el Ecuador y la República Bolivariana de Venezuela) o se mantendrá un crecimiento rápido (en el Perú), gracias a significativas mejoras en la relación de intercambio. En cambio, la mayoría de las pequeñas economías de América Central y el Caribe seguramente seguirán registrando un crecimiento mediocre, debido a su dependencia de la economía de los Estados Unidos y al deterioro de su relación de intercambio y su competitividad, lo cual dificulta un desarrollo sostenido. Ahora bien, en Panamá, grandes proyectos de infraestructura estimularán las actividades económicas y fomentarán la creación de empleo. Según las estimaciones, México experimentará un crecimiento de cerca del 4%, pues habrá una recuperación del consumo privado y de la inversión, aunque el crecimiento podría ralentizarse en el segundo semestre del año debido a la desaceleración de la economía de los Estados Unidos.

En las economías en transición de la *Comunidad de Estados Independientes (CEI)* debería continuar el repunte de la economía, con un crecimiento del PIB superior al 4%, al igual que en 2010. Se prevé que las mejoras de la relación de intercambio seguirán ofreciendo un mayor margen para medidas de estímulo fiscal en los países exportadores de combustibles y minerales, entre ellos las economías más grandes (la Federación de Rusia, seguida de Ucrania y Kazajstán). En esas economías el crecimiento del PIB se basa principalmente en factores internos, como el repunte de la inversión y la demanda relativamente robusta de los hogares, resultante de cierta mejora del empleo. Las autoridades monetarias de la

Federación de Rusia han tenido que afrontar varias dificultades debidas a préstamos improductivos de varios bancos grandes, importantes salidas de capitales y presiones inflacionarias debidas al alza del precio de los alimentos. Estos factores han motivado varias restricciones monetarias que no deberían afectar el crecimiento a corto plazo. Tras una fuerte contracción de la economía en 2009 y una modesta recuperación en 2010, Ucrania se beneficia ahora de la estabilidad de la demanda externa de minerales, que representan el 40% del total de sus exportaciones. En Kazajstán, donde la recesión de 2009 fue mucho más leve, se observa un crecimiento económico impulsado por el gasto público y privado, en particular las inversiones nacionales y extranjeras. La mejora de las condiciones económicas en la Federación de Rusia ha beneficiado a la mayor parte de las economías importadoras de energía de la CEI, pues les ha proporcionado un mercado para sus exportaciones y ha hecho aumentar las remesas de sus trabajadores. Además, en Asia Central el crecimiento se basa en inversiones sustanciales, financiadas por el Estado, especialmente en las economías exportadoras de energía. Ahora bien, en Belarús el crecimiento se ha ralentizado a consecuencia de la devaluación de la moneda nacional en un 36% en mayo de 2011, tras la cual empezaron a escasear los productos y aumentaron abruptamente los precios en el mercado interno.

En las economías de *Europa Sudoriental* se registra un crecimiento más lento y es poco probable que el PIB vuelva a alcanzar su nivel de 2008 antes de 2012. En 2010 la economía de Croacia sufrió una nueva contracción. En los demás países se observó un leve repunte, pero se prevé una recuperación lenta en vista de la debilidad de la demanda interna. El desempleo sigue siendo un problema acuciante en la región y, según los pronósticos, a principios de 2011 aumentará en Croacia y Serbia.

2. Comercio Internacional

El comercio internacional experimentó una fuerte recuperación en 2010, tras haber sufrido su mayor caída desde la segunda guerra mundial. El volumen del comercio mundial de mercancías registró un incremento interanual del 14%, que más o menos compensó el declive registrado en 2009 (cuadro 1.2). El repunte del comercio

Cuadro 1.2

**VOLUMEN DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE MERCANCÍAS
EN DETERMINADAS REGIONES Y PAÍSES, 2007-2010**

(Variación porcentual anual)

Región/país	Volumen de las exportaciones				Volumen de las importaciones			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Total mundial	6,0	2,4	-13,3	14,0	6,6	2,6	-13,4	13,6
Países desarrollados	4,1	2,5	-15,1	12,6	3,8	-0,1	-14,5	10,3
<i>de los cuales:</i>								
Japón	8,9	2,3	-24,9	27,9	0,8	-0,6	-12,4	10,3
Estados Unidos	6,8	5,5	-14,9	15,3	1,1	-3,7	-16,4	14,7
Unión Europea	3,2	2,4	-14,3	11,2	4,9	0,8	-14,3	9,0
Europa Sudoriental y CEI	9,3	-0,2	-14,3	11,7	26,7	15,5	-28,1	15,6
Europa Sudoriental	17,9	-13,5	-20,6	11,5	23,7	-9,4	-20,7	-5,3
CEI	8,8	0,5	-13,9	11,8	27,3	18,4	-28,9	18,3
Países en desarrollo	8,8	3,2	-10,3	16,7	10,4	6,7	-9,9	18,9
África	6,6	-2,1	-10,7	9,0	12,6	10,2	-2,5	1,3
África Subsahariana	6,9	-2,2	-9,6	10,4	11,5	2,8	-2,6	0,4
América Latina y el Caribe	2,4	-0,5	-11,2	11,0	11,5	8,8	-18,4	25,0
Asia Oriental	15,6	7,2	-10,5	24,1	10,2	0,4	-5,3	24,6
<i>de la cual:</i>								
China	21,8	10,5	-13,6	29,4	14,1	2,3	-1,7	30,0
Asia Meridional	5,6	7,0	-5,6	10,3	9,7	20,8	-2,9	6,9
<i>de la cual:</i>								
India	6,9	16,8	-6,6	12,7	14,7	29,7	-0,8	4,2
Asia Sudoriental	7,1	1,6	-10,7	18,6	7,0	8,2	-16,5	22,2
Asia Occidental	1,8	4,3	-4,7	7,3	14,1	13,3	-13,8	10,6

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de UNCTADstat.

mundial empezó en el segundo semestre de 2009 y fue particularmente pronunciado hasta el final del primer semestre de 2010, mientras las empresas reponían las existencias. Posteriormente, el comercio perdió impulso al abrirse una nueva etapa del ciclo de existencias y las actividades económicas se quedaron sin fuerza en varios países desarrollados. Según las previsiones, en 2011 la tasa de crecimiento del volumen del comercio internacional volverá a ser de un dígito y se situará entre el 7% y el 8%.

La Organización Mundial del Comercio (OMC) ha detectado nuevas medidas de restricción de las importaciones adoptadas por los países del G-20, pero son de alcance limitado y solo afectan

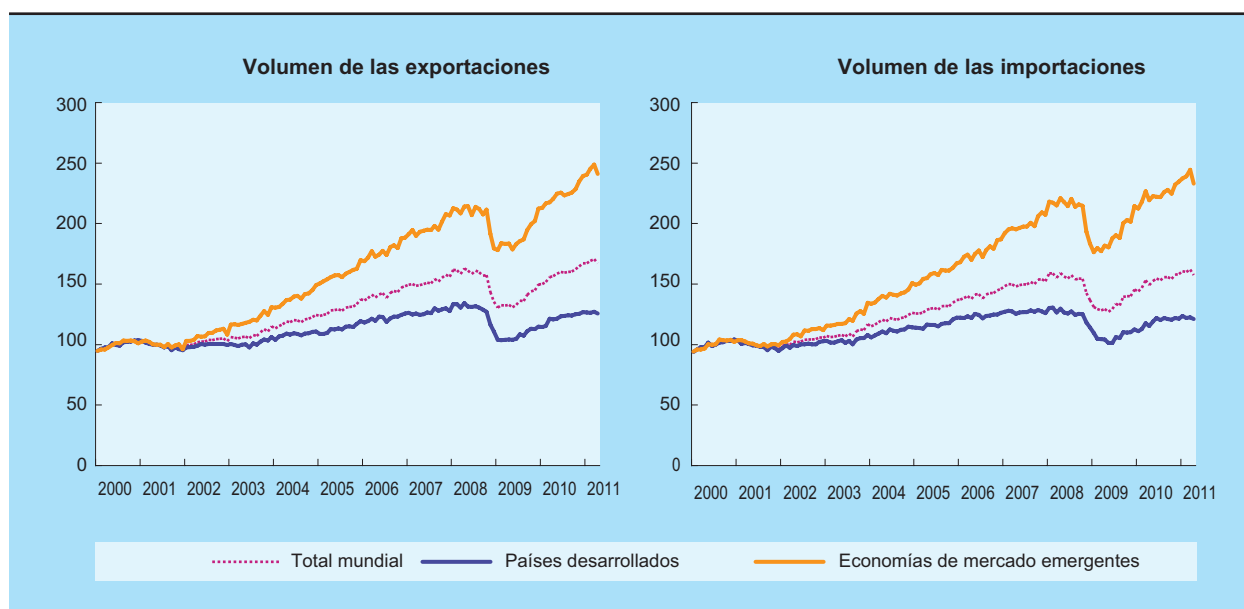
al 0,6% del total de las importaciones del G-20 (OMC, 2011a). Hasta ahora esas restricciones no suponen un aumento significativo de las barreras comerciales, pero alimentan el temor de que, en un contexto de elevado desempleo y austeridad fiscal en las economías desarrolladas, y de denuncias de “guerras cambiarias” libradas por los países en desarrollo, los gobiernos impongan mayores controles a las importaciones.

Las diferencias en el vigor de la demanda interna agregada se ven reflejadas en la reactivación del comercio que también ha sido desigual entre los países y entre los grupos de países según ingresos. En los países desarrollados el comercio (en volumen) todavía no ha superado su nivel anterior a la crisis.

Gráfico 1.2

VOLUMEN DEL COMERCIO MUNDIAL, ENERO DE 2000 A ABRIL DE 2011

(Índice, 2000 = 100)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos sobre el comercio mundial del CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis.

Entre mediados de 2009 y mediados de 2010, esos países recuperaron parte de sus pérdidas comerciales anteriores, pero desde entonces no ha habido crecimiento (gráfico 1.2). De manera análoga, al final de 2010 el comercio de las economías en transición tampoco había vuelto a su nivel de antes de la crisis. La situación era aún peor en Europa Sudoriental, donde las importaciones siguieron contrayéndose en 2010, en un contexto de debilitamiento de la demanda agregada y de aumento del desempleo general en la región. Todo ello contrasta fuertemente con la situación de la mayoría de los grupos de países en desarrollo, donde el volumen de las importaciones y las exportaciones ya había superado, en el curso de 2010, el nivel máximo alcanzado en 2008, en un repunte encabezado por Asia Oriental.

En lo que respecta a las exportaciones, las diferencias estriban principalmente en la composición de las exportaciones de los países. En los países que producen bienes duraderos y bienes de capital (cuya demanda suele postergarse durante las crisis), como China y el Japón, el volumen de las exportaciones creció casi el 30% cuando

su producción industrial se recuperó de la crisis. En cambio, en las economías en desarrollo que exportan sobre todo productos primarios, el volumen de las exportaciones se ha mantenido relativamente estable. A diferencia de los mercados de manufacturas duraderas, cuyos ajustes se reflejan principalmente en las cantidades, los mercados de productos primarios se ajustan mediante los precios, mientras que su volumen suele depender de las condiciones de la oferta. Por lo tanto, como las corrientes comerciales de esos países se contrajeron menos en 2009, también fue menor la expansión que experimentaron el año siguiente, con variaciones porcentuales de solo un dígito en ambos casos. En el caso de algunos productos (por ejemplo, los productos alimentarios), ello se debió a la escasa elasticidad de la demanda, mientras que en otros productos, el nivel de existencias siguió una pauta anticíclica, ya que algunos de los principales importadores aprovecharon el bajo nivel de los precios de los productos básicos que se registró en 2009.

El volumen de las importaciones suele variar a la par que el de las exportaciones en los países o regiones que comercian principalmente con manufacturas, tienen un sistema industrial muy integrado en el comercio mundial y exportan productos que contienen una parte importante de insumos importados (por ejemplo, en la UE y en Asia el Sudoriental). En los demás casos, en cambio, el volumen de las exportaciones y el de las importaciones pueden evolucionar a ritmos muy diferentes, en particular cuando los países utilizan las reservas internacionales que han acumulado anteriormente o recursos procedentes de la ayuda internacional para financiar la importación de bienes finales o cuando las ganancias o las pérdidas atribuibles a la relación de intercambio afectan al poder adquisitivo de las exportaciones. Los países africanos, China y el Japón son ejemplos del primer caso, puesto que sus importaciones disminuyeron en 2009 a un ritmo mucho menor que sus exportaciones, por lo que tendieron a recuperarse más lentamente en 2010. América Latina es un buen ejemplo de cómo las pérdidas y las ganancias en la relación de intercambio acentuaron la contracción de las importaciones en 2009 y su expansión en 2010 (cuadro 1.2).

En 2010 la evolución de la relación de intercambio reanudó en general la tendencia que seguía antes de la crisis (gráfico 1.3). Entre los países en desarrollo, los exportadores de petróleo y de minerales obtuvieron ganancias significativas; en el caso de los segundos, los índices de la relación de intercambio incluso superaron su nivel máximo de 2007. En cambio, los exportadores de manufacturas perdieron parte de las ganancias que habían realizado en 2009. De un examen de la relación de intercambio según las regiones geográficas se desprende que en 2010 mejoró notablemente en África, Asia Occidental y en las economías en transición, gracias al aumento de los precios de los combustibles y los minerales. La relación de intercambio en los países de América Latina y el Caribe alcanzó niveles sin precedentes, gracias a las ganancias de los países sudamericanos. En cambio, en los países de Asia Oriental y Meridional, la relación de intercambio descendió un 2% en 2010, pero eso no afectó significativamente el poder adquisitivo de sus exportaciones, que aumentó casi un 20%.

El comercio de servicios siguió una tendencia parecida a la del comercio de bienes, aunque con

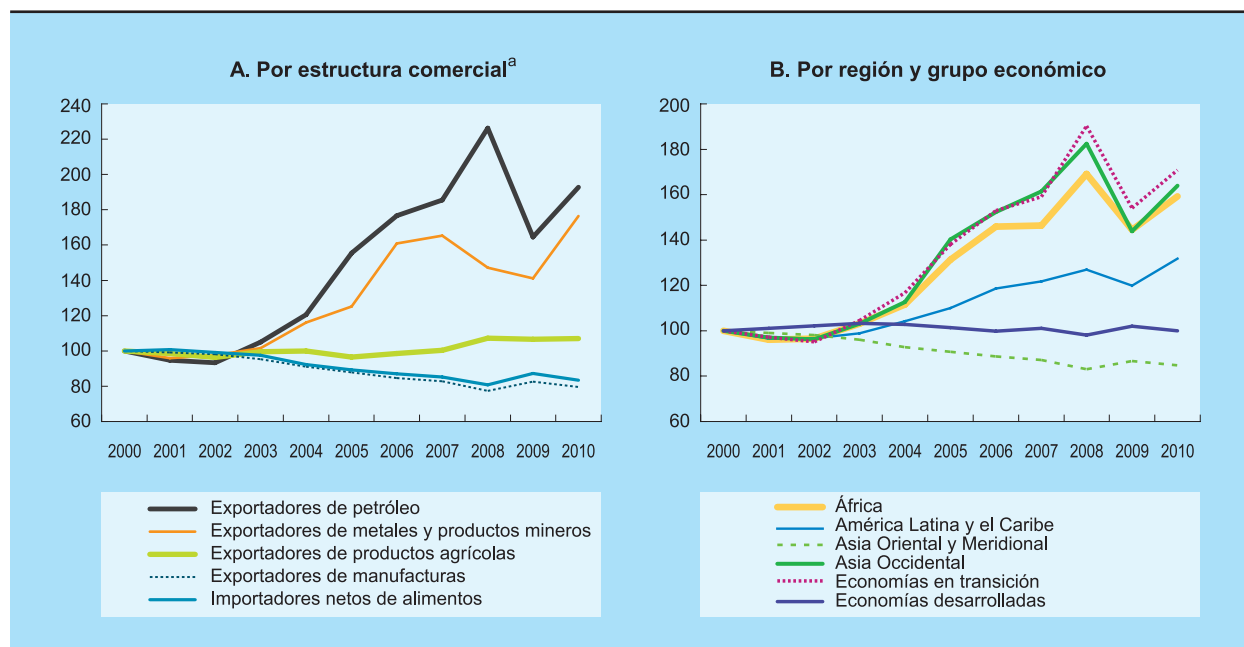
menores fluctuaciones. En lo que respecta a los servicios de turismo y viajes —que representan aproximadamente el 25% del comercio de servicios y el 6% del comercio total de bienes y servicios— las llegadas de turistas internacionales aumentaron casi un 7% en 2010, alcanzando los 940 millones, frente a los 882 millones registrados en 2009 y los 917 millones de 2008. En los primeros meses de 2011, el turismo siguió creciendo a una tasa anual de casi el 5%. De hecho, en enero y febrero de 2011 el crecimiento fue positivo en todas las subregiones del mundo, exceptuando a Asia Occidental y África del Norte, donde hubo una disminución del 10%. Como ocurrió en el caso de las demás actividades económicas en general, las mayores tasas de crecimiento de las llegadas de turistas internacionales se registraron, por término medio, en los países en desarrollo. En América del Sur y en Asia Meridional aumentaron un 15% y en el África Subsahariana un 13%. En la región de Asia y el Pacífico el aumento de las llegadas de turistas bajó al 6%, aunque con respecto a los excelentes resultados obtenidos en 2010. En Europa también se observó una expansión del 6% de las llegadas de turistas, debida en gran parte a la intensificación de los viajes en Europa Central y Oriental, que aumentaron un 12%, y a la desviación temporal de los viajes de África del Norte y Asia Occidental a destinos de Europa Meridional. Al mismo tiempo, en América del Norte y América Central se registró un crecimiento más bien modesto (Organización Mundial del Turismo, 2011a). Se prevé que en 2011 el turismo mundial crecerá entre un 4% y un 5% (Organización Mundial del Turismo, 2011b).

Los servicios de transporte, que constituyen la segunda categoría más grande de servicios comerciales, siguen la misma evolución que el comercio de mercancías. Las cifras preliminares indican que el transporte marítimo mundial —que abarca cerca de cuatro quintas partes de todas las mercancías— repuntó en 2010 tras registrar una contracción en 2009 y aumentó, según las estimaciones, un 7%. El movimiento total de bienes se cifró en 8.400 millones de toneladas —nivel que supera el máximo alcanzado en 2008 (UNCTAD, 2011). Ahora bien, esos datos agregados ocultan variaciones sustanciales según los tipos de carga. El transporte en contenedores siguió una recuperación en forma de V, expandiéndose un 13% en 2010, tras una caída brusca del 10%

Gráfico 1.3

RELACIÓN NETA DE INTERCAMBIO DE TRUEQUE, 2000-2010

(Índice, 2000 = 100)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de UNCTADstat.

Nota: Los importadores netos de alimentos engloban a los países de bajos ingresos con déficit de alimentos, con exclusión de los países exportadores de combustibles, metales y productos mineros.

a Economías en desarrollo y transición.

en 2009, mientras que el volumen del transporte en buques cisterna se incrementó en un 4,2% en 2010, aumento ligeramente superior a la disminución registrada en 2009. El crecimiento del volumen de grandes embarques de carga seca se mantuvo positivo en 2009 y se aceleró fuertemente en 2010, registrando un aumento del 11,3%. Esta diversidad pone de manifiesto la sensibilidad del comercio de manufacturas a los cambios de la situación económica mundial, y en particular al crecimiento del sector manufacturero en los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). Es interesante observar que es también reflejo de la resiliencia del comercio de algunos productos primarios, incluso durante la crisis mundial, fenómeno en el que la demanda procedente de China ha desempeñado un papel importante.

A diferencia de los precios del petróleo, los de los fletes marítimos bajaron de forma constante a lo largo del año 2010. La fuerte correlación positiva

observada entre principios de 2008 y mediados de 2009 entre los dos agregados empezó a invertirse en 2010 debido a una sobreoferta de buques. Según las previsiones, en 2011 los precios de los fletes marítimos seguirán siendo bajos en comparación con los máximos históricos alcanzados en el decenio anterior.

3. Evolución reciente de los mercados de productos básicos

Tradicionalmente la evolución de los precios de los productos básicos se analiza estudiando los cambios en las relaciones fundamentales entre la oferta y la demanda. Ahora bien, cada vez tiene más adeptos la opinión de que las fluctuaciones recientes de los precios de los productos básicos también se han visto influidas por la creciente participación de inversores financieros en el mercado de productos básicos. Es difícil cuantificar la importancia relativa del impacto que tienen en los precios los factores

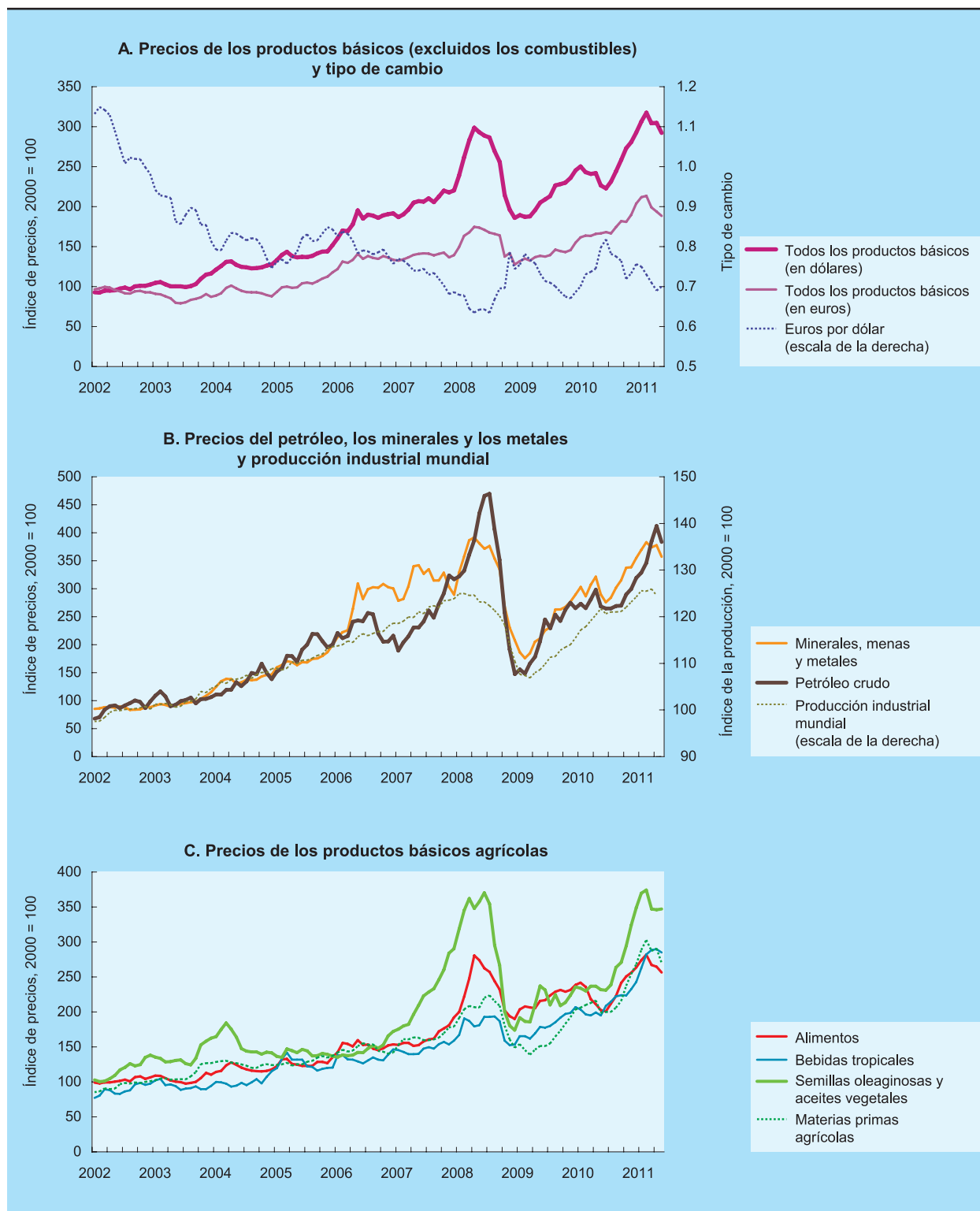
fundamentales en comparación con los factores financieros. Esto no solo se debe a la falta de datos exhaustivos y desglosados sobre la participación de los inversores financieros, sino también a que los diferentes tipos de información que determinan la formación de los precios y que pueden originarse en los factores fundamentales o en los mercados financieros, suelen influirse mutuamente. Por ejemplo, bien puede ser que una importante reducción de la oferta anuncie un reequilibrio entre la oferta y la demanda e inminentes subidas de los precios, que a su vez atraerán a inversores financieros en busca de ganancias, y harán así aumentar aún más los precios. Ahora bien, también puede ocurrir que las variaciones de los precios en los mercados financieros o los resultados de algún algoritmo induzcan a los inversores financieros a ajustar sus carteras de productos básicos, lo cual puede ser malinterpretado por los productores y los consumidores como una señal de que se acercan cambios fundamentales. Esto puede llevarlos a ajustar sus actividades en consonancia con las variables fundamentales del mercado y reforzar los movimientos de precios. En el capítulo V del presente informe figura un análisis detallado del papel de la información en este contexto. La presente sección se centra en la evolución de los precios, así como en las variaciones de los equilibrios fundamentales entre la oferta y la demanda.

En 2010 y el primer semestre de 2011 los mercados de productos básicos se caracterizaron principalmente por la incertidumbre y la inestabilidad. De ahí que los precios de esos productos presentaran una mayor volatilidad que antes, como ocurrió en el período de auge de los productos básicos que precedió el estallido de la crisis financiera y económica mundial de 2008. Ese aumento de la volatilidad observado en el último decenio puede ilustrarse comparando la desviación típica de los datos mensuales sobre los precios de los productos básicos que figuran en el gráfico 1.4 entre los períodos 2002-2005 y 2006-2011 para diferentes grupos de productos básicos. Entre los dos períodos esa sencilla medida de la volatilidad se multiplicó por un factor de 3,8 en el caso de los alimentos y las semillas oleaginosas y los aceites vegetales, 2,7 en el caso de las materias primas agrícolas y las bebidas tropicales y 1,6 en el de los minerales y metales y el petróleo crudo¹.

Tras disminuir en el segundo semestre de 2010, los precios de los productos básicos en general subieron rápidamente hasta principios de 2011. Ese aumento de los precios estuvo relacionado con tres tendencias generales: i) el aumento de la demanda, de resultados de la recuperación económica mundial y, en particular, del vigoroso crecimiento de los países en desarrollo; ii) las reducciones bruscas de la oferta; y iii) la mayor financiarización de los mercados de productos básicos. Sin embargo, su impacto relativo en las variaciones de precios es difícil de cuantificar y, en todo caso, rebasa el ámbito de esta sección. Los índices de precios correspondientes a todos los grupos de productos básicos alcanzaron un nivel máximo en febrero-marzo de 2011, cercano a los niveles registrados en 2008, exceptuando los de las bebidas tropicales y las materias primas agrícolas, que los superaron holgadamente. Aunque los precios de los productos básicos generalmente disminuyeron en el segundo trimestre de 2011, se han mantenido en niveles relativamente elevados. Esta inflexión de la tendencia al alza, en particular en el caso de los productos básicos energéticos y de los minerales y metales, parece deberse en parte a la desaceleración del crecimiento de la producción industrial mundial (gráfico 1.4B). Sin embargo, la pronunciada corrección a la baja que se produjo a principios de mayo de 2011, en particular, podría atribuirse más a los cambios de posición de los inversores financieros que a cambios reales en las variables físicas fundamentales. Estos cambios de posición obedecieron a diversos factores, entre ellos la anunciada eliminación gradual de las medidas de expansión monetaria en los Estados Unidos y los problemas de la deuda soberana en Europa, con el consiguiente repunte del tipo de cambio del dólar; la incertidumbre acerca de la evolución de la economía china tras varias rondas de medidas restrictivas de política monetaria; y factores técnicos como el incremento de los depósitos de garantía exigidos en las bolsas de futuros de algunos productos básicos. Como los precios de los productos básicos están expresados en dólares, la inestabilidad del tipo de cambio del dólar desempeña un papel importante en la medición de la volatilidad de los precios de los productos básicos. Las variaciones del índice correspondiente a productos básicos distintos de los combustibles son mucho menos bruscas cuando se miden en euros que cuando se miden en dólares (gráfico 1.4A).

Gráfico 1.4

EVOLUCIÓN MENSUAL DE LOS PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS, LOS TIPOS DE CAMBIO Y LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL MUNDIAL, ENERO DE 2002 A MAYO DE 2011



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos *Commodity Price Statistics Online* de la UNCTAD; Banco Mundial, base de datos *Commodity Price Data (Pink Sheet)*; UNCTADstat y base de datos sobre el comercio mundial del CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis.

Nota: Los índices de precios están expresados en valores corrientes y la producción industrial mundial en valores constantes.

Es posible que la tendencia alcista de los precios haya llegado a su punto máximo, ya que los precios empezaron a bajar en el segundo trimestre de 2011. Sin embargo, en el momento en que se redactó el presente informe, a mediados de 2011, todavía era demasiado pronto para determinar si se trataba de una corrección temporal de la tendencia al alza o de una inflexión más duradera. De hecho, entre mayo y principios de julio de 2011, los precios experimentaron fluctuaciones bruscas y frecuentes, incluso a diario. Estas se debieron principalmente al humor cambiante y el nerviosismo de los participantes en el mercado, provocados en parte por la incertidumbre acerca del sentido en el que iban a evolucionar los mercados financieros. En el caso particular del petróleo, como se analiza más adelante, también influyeron las decisiones de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y, especialmente, las de la Agencia Internacional de la Energía (AIE), que tomaron a los participantes en el mercado por sorpresa.

La mayor presencia de inversores financieros, que tratan los productos básicos como una categoría más de activos, ha tenido gran repercusión en la evolución de los precios de esos productos (cuestión que se analiza en el capítulo V del presente informe). Paralelamente al aumento de los precios, las inversiones financieras en productos básicos alcanzaron niveles récord a principios de 2011. De manera análoga, la corrección de los precios a la baja que se produjo en mayo de 2011 estuvo relacionada con una retirada masiva del mercado de los inversores en productos básicos². También es posible que la abundante liquidez existente en los mercados financieros haya contribuido a intensificar la financiarización de los mercados de productos básicos, favorecida por la segunda ronda de medidas de expansión monetaria adoptadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos en el tercer trimestre de 2010. Esta mayor liquidez podría haber contribuido al aumento de los precios de los productos básicos, en la medida en que no se tradujo en un aumento del crédito para inversiones productivas, sino que fue utilizada por inversores financieros que buscaban maximizar sus ganancias (Koo, 2011).

En lo que respecta a la evolución de las condiciones materiales de la oferta y la demanda en los mercados internacionales de productos

básicos, el aumento de la demanda de productos básicos en los mercados emergentes de rápido crecimiento, especialmente China, ha sido determinante en los últimos años. Esto se debe al alto consumo de productos básicos que ha acompañado los procesos de industrialización y urbanización de esos países y al aumento del contenido proteínico en la dieta de los hogares de resultas del aumento de sus ingresos (*TDR 2005*). Al mismo tiempo, el crecimiento de la oferta, sujeta a una serie de limitaciones, fue inferior al rápido crecimiento de la demanda.

Estas perturbaciones macroeconómicas y financieras comunes han sido factores determinantes de la evolución reciente de los precios de los productos básicos, especialmente la que se refleja en los índices de precios agregados. Según el producto básico y el período que se examinen, esas perturbaciones se han visto reforzadas o mitigadas por variaciones bruscas de la oferta y la demanda de determinados productos básicos y, juntas, han determinado la evolución de los precios de diversos productos básicos (cuadro 1.3). El resto de la presente sección se dedicará a analizar con mayor detalle la evolución de la oferta y la demanda de esos productos básicos en particular.

En el mercado del *petróleo crudo*, durante los tres primeros trimestres de 2010, los precios fluctuaron en una franja comprendida entre los 70 y los 80 dólares. Luego aumentaron bruscamente en el último trimestre del año y alcanzaron una media mensual de 116,3 dólares en abril de 2011 (UNCTADstat). La demanda mundial de petróleo se incrementó un 3,2% en 2010, después de haber disminuido un 0,8% y un 1,3% en 2008 y 2009, respectivamente. La demanda de petróleo en los países de la OCDE aumentó apenas un 1,1%, frente al 5,5% registrado en los demás países, entre ellos China, cuya demanda de petróleo se incrementó un 12,3% en 2010³. Así pues, el 80% del aumento de la demanda de petróleo se originó en países que no son miembros de la OCDE. Al mismo tiempo, la oferta de petróleo aumentó apenas un 2,1% en 2010 (AIE, 2011a). Uno de los principales motivos de que la producción de petróleo quedara rezagada con respecto a la demanda y de que los precios del petróleo se dispararan a fines de 2010 y en los primeros meses de 2011 fueron las tensiones en Asia Occidental y África del Norte, que afectaron a la producción, reduciendo la oferta mundial de

Cuadro 1.3

PRECIOS MUNDIALES DE LOS PRODUCTOS PRIMARIOS, 2005-2011

(Variación porcentual con respecto al año anterior, salvo indicación contraria)

Grupo de productos básicos	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ^a	2009-2011 ^b
Todos los productos^c	11,6	30,2	13,0	24,0	-16,9	17,7	21,8	62,1
Todos los alimentos	6,3	16,3	13,3	39,2	-8,5	7,4	20,7	39,6
Alimentos y bebidas tropicales	8,8	17,8	8,6	40,4	-5,4	5,6	18,5	33,9
<i>Bebidas tropicales</i>	25,5	6,7	10,4	20,2	1,9	17,5	32,1	71,5
Café	43,8	7,1	12,5	15,4	-6,9	27,3	49,0	104,5
Cacao	-0,7	3,5	22,6	32,2	11,9	8,5	3,6	25,1
Té	9,1	11,7	-12,3	27,2	16,5	-1,0	9,5	28,4
<i>Alimentos</i>	7,2	19,0	8,5	42,5	-6,0	4,4	17,1	30,5
Azúcar	37,9	49,4	-31,7	26,9	41,8	17,3	23,7	101,2
Carne de vacuno	4,1	-2,4	1,9	2,6	-1,2	27,5	22,4	68,3
Maíz	-12,0	24,4	38,2	34,0	-24,4	13,2	52,8	74,5
Trigo	-1,4	26,6	34,3	27,5	-31,4	3,3	44,5	42,3
Arroz	17,1	5,5	9,5	110,7	-15,8	-11,5	-1,2	-17,6
Bananos	9,9	18,5	-0,9	24,6	0,7	3,7	13,3	13,5
Semillas oleaginosas y aceites vegetales	-9,5	5,0	52,9	31,9	-28,4	22,7	36,4	89,8
Habas de soja	-10,4	-2,2	43,0	36,1	-16,6	3,1	24,8	42,5
Materias primas agrícolas	3,2	13,3	12,0	20,5	-17,5	34,0	31,5	97,1
Cueros y pieles	-2,1	5,1	4,5	-11,3	-30,0	60,5	14,5	142,3
Algodón	-11,6	5,9	10,2	12,8	-12,2	65,3	93,7	266,4
Tabaco	1,8	6,4	11,6	8,3	18,1	-23,3	-75,7	-80,5
Caucho	16,7	40,6	9,5	16,9	-27,0	90,3	54,1	285,7
Maderas tropicales	0,3	-4,7	19,5	39,3	-20,6	1,8	8,8	9,2
Minerales, menas y metales	26,2	60,3	12,8	6,2	-30,3	33,7	20,2	104,2
Aluminio	10,6	35,4	2,7	-2,5	-35,3	30,5	17,4	87,7
Fosfato en bruto	2,5	5,3	60,5	387,2	-64,8	1,1	36,6	-13,1
Mineral de hierro	77,4	26,8	-48,7	82,4	22,3	152,3
Estaño	-13,2	18,9	65,6	27,3	-26,7	50,4	47,9	173,9
Cobre	28,4	82,7	5,9	-2,3	-26,3	47,0	25,7	183,6
Níquel	6,6	64,5	53,5	-43,3	-30,6	48,9	20,4	150,8
Plomo	10,2	32,0	100,2	-19,0	-17,7	25,0	20,8	124,3
Zinc	31,9	137,0	-1,0	-42,2	-11,7	30,5	8,5	99,9
Oro	8,7	35,9	15,3	25,1	11,6	26,1	16,3	57,1
Petróleo crudo^d	41,3	20,4	10,7	36,4	-36,3	28,0	32,4	136,7
Partida pro memoria:								
Manufacturas^e	2,5	3,4	7,5	4,9	-5,6	1,1

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos *Commodity Price Statistics Online* de la UNCTAD y el *Monthly Bulletin of Statistics* de la División de Estadística de las Naciones Unidas, varios números.

Nota: En dólares corrientes.

a Variación porcentual entre el promedio de enero a mayo de 2011 y el promedio de 2010.

b Variación porcentual entre el promedio de enero a mayo de 2011 y el promedio de enero a marzo de 2009 (período en que los precios de los productos básicos estuvieron en su nivel más bajo, debido a la crisis financiera mundial).

c Con la excepción del petróleo crudo.

d Promedio simple de los precios Brent, Dubai y West Texas Intermediate.

e Valor unitario de las exportaciones de bienes manufacturados de países desarrollados.

petróleo y ofreciendo un incentivo para que los inversores financieros apostaran al alza de los precios del petróleo.

En Libia prácticamente se detuvo la producción de petróleo, que con 1,6 millones de barriles diarios representa cerca del 2% de la producción mundial. Aunque la Arabia Saudita intervino e incrementó su producción, al parecer no se logró compensar del todo la disminución de la oferta. Esto se debe principalmente a la diferencia de calidad entre el petróleo crudo producido en Libia y la capacidad sobrante de la Arabia Saudita. En mayo de 2011, mientras crecía en todo el mundo la preocupación por la grave amenaza que los elevados precios del petróleo representaban para la recuperación de la economía mundial, la AIE observó un descenso en la demanda de petróleo, especialmente en los países desarrollados (AIE, 2011b). En ese contexto de precios elevados, se pidió reiteradamente a la OPEP que ampliara las cuotas de producción. Empero, en su reunión del 8 de junio de 2011, dicha organización no pudo llegar a un acuerdo para modificar las cuotas de producción. En vista de que los precios siguieron aumentando tras la reunión de la OPEP, la Arabia Saudita, que es, con mucho, el miembro de la OPEP con mayor capacidad sobrante, anunció que aumentaría unilateralmente la producción por encima de su cuota. Asimismo, dos semanas más tarde, la AIE sorprendió al mercado con la liberación de reservas de emergencia, medida extraordinaria que solamente se había adoptado dos veces hasta ese entonces⁴.

Los precios de los *productos básicos alimentarios* también se dispararon en el segundo semestre de 2010 y a principios de 2011, subida debida principalmente a acontecimientos climáticos que afectaron las cosechas, lo que anunciaba un deterioro inminente de los equilibrios entre la oferta y la demanda. A mediados de 2011, seguía habiendo escasez en los mercados de cereales, a excepción del arroz. El desencadenante inmediato del brusco aumento del precio del trigo fueron las sequías y los incendios consiguientes que tuvieron lugar en la Federación de Rusia y en Ucrania, a los que se sumó la prohibición de exportaciones en esos países. La demanda mundial de maíz ha crecido rápidamente, ya que se utiliza más como forraje y también como biocombustible, en especial porque la rentabilidad de la producción de biocombustibles aumenta

a la par que los precios del petróleo. Según datos del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos, en 2010/11 cerca del 40% del maíz cosechado en los Estados Unidos se destinó a la producción de biocombustibles, cifra que en 2006/07 había sido del 20%. Esto explicaría el hecho de que la demanda mundial de maíz haya crecido más que la producción: mientras la demanda mundial aumentó un 3,6% en 2010/11, la producción se incrementó en apenas un 0,9%. El resultado fue una merma significativa de las existencias de maíz⁵.

En ese contexto, últimamente los precios han variado en función de las previsiones cambiantes en cuanto a las cosechas de la campaña 2011/2012, previsiones que, una vez más, están estrechamente relacionadas con la evolución de las condiciones climáticas. En mayo de 2011, hubo retrasos en la siembra en los Estados Unidos, debidos a las abundantes lluvias y a las inundaciones, y también la sequía en Europa puso en peligro las cosechas de cereales, todo lo cual alteró el equilibrio entre la oferta y la demanda. Las condiciones climáticas también han afectado la producción agrícola de China. Sin embargo, a principios de julio de 2011, esas presiones parecían haber disminuido gracias a que se levantaron las restricciones a las exportaciones de cereales en la Federación de Rusia y en Ucrania y a que las cifras sobre existencias y cultivos publicadas por el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos fueron mejores de lo previsto.

Si bien el índice de precios de los alimentos de la UNCTAD superó en febrero de 2011 los alarmantes niveles alcanzados durante la crisis alimentaria de 2007-2008, una serie de factores limitaron su impacto en la seguridad alimentaria, por lo que la situación no fue tan crítica como en esa ocasión. Para empezar, el precio del arroz, alimento básico importantísimo que tiene mucha importancia para la seguridad alimentaria, se mantuvo relativamente bajo en comparación con los niveles alcanzados en 2008. En segundo lugar, las existencias de cereales se habían reconstituido en 2009, y por ese motivo hubo cierto margen para resistir a la presión alcista sobre los precios, aunque para mediados de 2011 se habían hecho más evidentes cuáles eran los puntos vulnerables a este respecto. En tercer lugar, en 2010 las cosechas de cereales también habían sido buenas

en varios países africanos. Por último, salvo algunas excepciones como la Federación de Rusia y Ucrania, la mayor parte de los países se abstuvieron de imponer restricciones a las exportaciones como las que habían exacerbado la crisis alimentaria de 2007-2008. Con todo, la subida del precio de los alimentos en 2010-2011 podría tener consecuencias serias para la seguridad alimentaria, agravadas por la amenaza de hambruna en el África Oriental. En general, según estimaciones del Banco Mundial, el incremento del precio de los alimentos entre junio y diciembre de 2010 sumió a 44 millones de personas en la pobreza extrema (Ivanic, Martín y Zaman, 2011). Además, la factura de las importaciones alimentarias de los países de bajos ingresos con déficit de alimentos aumentará un 27% en 2011 (FAO, 2011). Por consiguiente, el aumento del precio de los alimentos sigue siendo una amenaza preocupante para la seguridad alimentaria de los países pobres y muchas de las causas estructurales que estaban detrás de la crisis en 2008 todavía no han sido debidamente abordadas (véase también *TDR 2008*, cap. II). En 2008 se convino que, para hacer frente a este problema, sería necesario aumentar la asistencia oficial para el desarrollo a fin de estimular las inversiones en la agricultura de los países en desarrollo.

Las condiciones climáticas también han sido un factor determinante en la evolución de los mercados de otros productos básicos agrícolas. A principios de 2011 el precio del azúcar alcanzó su máximo histórico en 30 años. Se temían grandes tensiones entre la oferta y la demanda en los mercados mundiales del azúcar provocadas por la escasez de oferta de los principales países productores, un aumento considerable del consumo y una disminución de las existencias, pero esos temores se disiparon con la previsión de cosechas más abundantes. En el grupo de las bebidas tropicales, la disminución de la cosecha de café en los principales países productores, principalmente Colombia y Viet Nam, y el auge del consumo, sobre todo en los mercados emergentes, provocaron ajustes bruscos de la oferta y la demanda y una reducción considerable de las existencias. Al igual que en el caso del azúcar los precios del cacao experimentaron una situación de auge y caída en 2010-2011: tras un pronunciado aumento hasta febrero de 2011, de resultas de las tensiones políticas y de la prohibición de la exportación en el principal

país productor, Côte d'Ivoire, los precios bajaron bruscamente una vez desaparecidas esas tensiones y aumentó la oferta.

Los precios de las *materias primas agrícolas* también subieron vertiginosamente en 2010. La fuerte demanda, especialmente de China, junto con las malas cosechas en países como China y el Pakistán, provocó una disminución de las existencias de algodón⁶ y contribuyó a un alza de los precios sin precedentes en febrero de 2011. La caída de los precios registrada en el segundo trimestre de 2011 se debió en parte a que, en reacción a la subida anterior de los precios, disminuyó la demanda. De igual manera, el caucho alcanzó precios récord a principios de 2011, como consecuencia del aumento de la demanda de neumáticos para la producción de automóviles en los mercados emergentes y del alza de los precios del petróleo, que encareció el caucho sintético. Había además escasez de oferta, debida a condiciones climáticas desfavorables en el Asia Sudoriental, principal región productora de caucho natural y origen de más del 70% de la oferta mundial. Sin embargo, en el segundo trimestre de 2011, se observó cierta normalización en la oferta que, junto con las medidas de restricción monetaria adoptadas en China y el impacto del terremoto del Japón en la producción de automóviles, contribuyó a una disminución de los precios del caucho.

En los mercados de *metales y minerales*, los precios aumentaron muy rápidamente en el segundo semestre de 2010 y llegaron a su nivel máximo en febrero-marzo de 2011. Suele haber una estrecha correlación entre las variaciones de los precios de los metales y los minerales y los cambios en la producción industrial. Así, la subida de los precios de 2010 estaba relacionada con la actividad económica mundial. En el caso del cobre, la escasez en el mercado se debió también a problemas de suministro. La caída de los precios desde marzo de 2011 parece deberse en parte a la ralentización del crecimiento de la producción industrial mundial. En lo que respecta al níquel, la reciente disminución de los precios también tiene que ver con un aumento de la oferta. Además, parecería que la acumulación no declarada de reservas por parte de las instituciones financieras así como la dinámica de las existencias en China, especialmente en el caso del cobre, hubieran influido en la evolución reciente de los precios en los mercados de minerales y metales, aunque es difícil hacer el seguimiento de esas tendencias, por falta de

información (véase el capítulo V). No sería extraño, pues, que el menor crecimiento de las importaciones de China se debiera al consumo de existencias acumuladas anteriormente y, por ende, no significara necesariamente que el metal se utiliza menos. Por tanto, como tarde o temprano se deberán reponer las existencias, hay expectativas crecientes de que la demanda de importaciones de China repunte este mismo año.

El precio de los *metales preciosos*, especialmente el oro y la plata, se ha beneficiado de la incertidumbre acerca de las perspectivas de la economía mundial. La demanda de esos metales ha aumentado porque se han convertido en un refugio para los inversores. De hecho, es opinión general que la fuerte subida de los precios de la plata demostraba la existencia de una burbuja especulativa que estalló a principios de mayo de 2011. Además, se considera que el aumento de los márgenes en los contratos de futuros para la compra de plata fue uno de los principales factores que provocaron en ese momento la retirada de los inversores en productos básicos.

El alza del precio de los productos básicos que, en cierta medida, fue el resultado de una aceleración de la recuperación de la economía mundial en 2010, podría a su vez contribuir a su ralentización en 2011. Esto se debe en parte al hecho de que un precio elevado tiene el mismo efecto que un impuesto sobre los consumidores y reduce el poder adquisitivo en un momento en que los ingresos de los hogares ya sufren las consecuencias negativas del alto nivel de desempleo, el lento aumento (o el estancamiento) de los salarios y el proceso de desapalancamiento de la deuda, sobre todo en los países desarrollados. Además, y eso es lo más importante, la recuperación podría estancarse si los elevados precios de los productos básicos provocan una mayor restricción monetaria en todo el mundo. Reaccionar ante los elevados precios de los productos básicos, que obedecen principalmente a factores externos (en su mayor parte relacionados con los problemas de la oferta o las condiciones de los mercados financieros), mediante políticas monetarias que reducen la demanda interna, no parece ser la solución más adecuada.

En vista de la incertidumbre reinante y la gran inestabilidad de los mercados de productos básicos y de la economía mundial en general, cabe prever que a corto plazo se mantendrá la gran volatilidad

del precio de los productos básicos, sobre todo si los inversores financieros siguen ejerciendo una influencia significativa sobre esos mercados. La demanda de productos básicos dependerá del ritmo de la recuperación, que a su vez seguirá la pauta de las políticas económicas.

Se prevé que, a más largo plazo, la demanda de productos básicos en los países emergentes siga siendo robusta dado que esos países tienen un consumo per cápita de productos básicos menor que los países desarrollados. Asimismo, es probable que aumente la oferta de productos energéticos y de minerales y metales a consecuencia de la intensificación de las inversiones en actividades de exploración y extracción, impulsadas por los elevados precios de los productos básicos. De hecho, en todo el mundo, el gasto en la exploración de yacimientos de metales no ferrosos aumentó un 45% en 2010 y alcanzó la segunda cantidad más alta jamás registrada (Metals Economics Group, 2011). Sin embargo, dadas las limitaciones de la oferta en las industrias extractivas, debidas por ejemplo al hecho de que la extracción es más costosa en zonas remotas o a la falta de trabajadores cualificados en el sector, no es seguro que la oferta adicional prevista sea suficiente para satisfacer una demanda mayor. En el sector agrícola, según previsiones de la OCDE y la FAO (2011), en 2011-2020 los precios se estabilizarán a un nivel más alto que en el decenio anterior. Esto se debe a que la subida de los costos podría frenar el incremento del rendimiento y limitar la producción, mientras que es previsible que la demanda aumente rápidamente a consecuencia del crecimiento de la población y de los ingresos en los grandes países en desarrollo emergentes, y de la utilización cada vez más frecuente de los cereales para fines no alimentarios como el forraje y los biocombustibles, uso este último que se mantendrá, impulsado por los elevados precios del petróleo y las políticas oficiales sobre biocombustibles.

Otra cuestión que se ha de examinar es de qué manera el terremoto, el *tsunami* y los problemas nucleares del Japón en marzo de 2011 han afectado a los mercados de productos básicos. En particular, el replanteamiento del papel que desempeña la energía nuclear entre las diversas fuentes de abastecimiento energético podría afectar a los mercados de otros productos energéticos, lo cual acentuaría la presión sobre el precio del petróleo.

B. Políticas de ingresos y desafíos futuros

En el último año las autoridades tuvieron, al parecer, pocos instrumentos a su disposición para fomentar la recuperación económica, en especial, en las economías desarrolladas. Por una parte, había poco margen para que las políticas monetarias proporcionaran estímulos adicionales, pues los tipos de interés se encontraban ya a niveles históricamente muy bajos. El único estímulo monetario posible parecían ser las medidas de expansión que varios bancos centrales se mostraron reacios a aplicar y que, dado el proceso de desapalancamiento en curso, resultaron ser poco efectivas para reactivar el crédito y de ese modo estimular la demanda interna. Por otra parte, el aumento del coeficiente deuda pública/PIB ha convencido a muchos gobiernos de la necesidad de proceder a un ajuste fiscal.

En realidad, hay mucho más margen de lo que piensan las autoridades para aplicar políticas macroeconómicas, en especial políticas fiscales proactivas (como se analiza en el capítulo III). Además, hay otros instrumentos, como las políticas de ingresos, que en muchos casos se han pasado por alto pero que podrían resultar decisivos para hacer frente a los desafíos actuales.

1. Importancia de los salarios para el crecimiento económico

En el período de intensa globalización que va desde principios de los años ochenta hasta la crisis mundial, la proporción del ingreso nacional correspondiente al trabajo disminuyó en la mayoría de los países desarrollados y en desarrollo. Si los

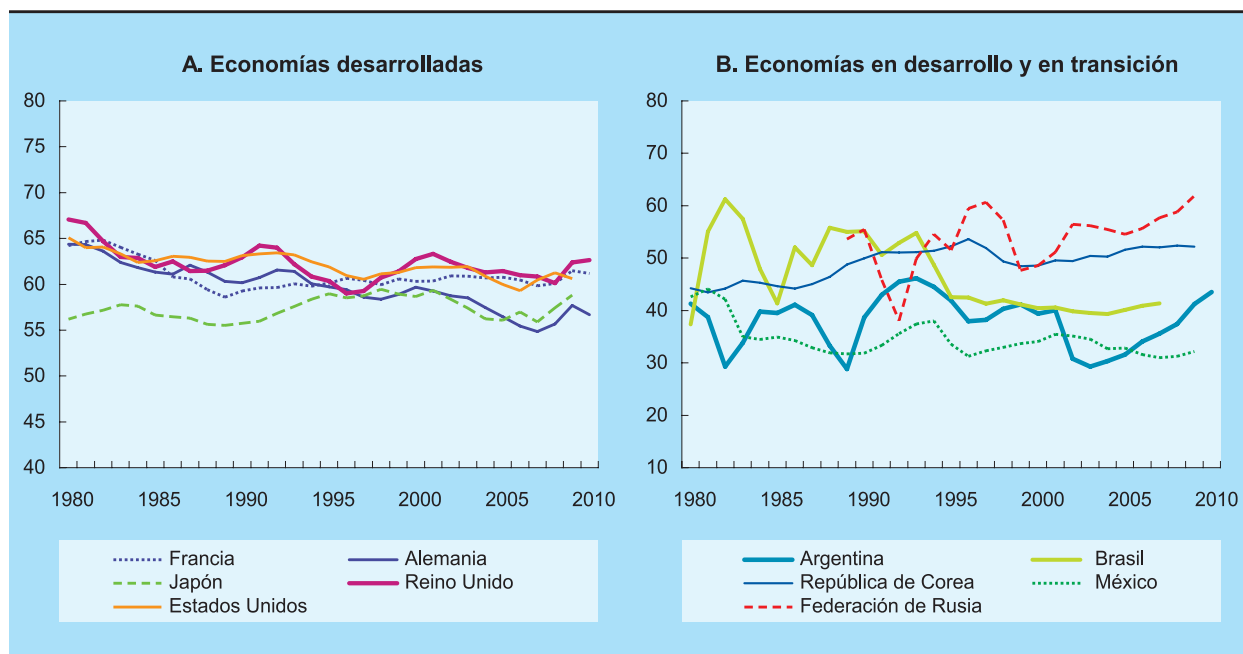
salarios reales no aumentan al mismo ritmo que la productividad, se restringen de forma duradera e insuperable la expansión de la demanda interna y la generación de empleo (*TDR 2010*, cap. V). En su afán por compensar la insuficiencia de la demanda interna, algunos países terminan por depender demasiado de la demanda externa. Otros optan por medidas compensatorias de estímulo de la demanda interna mediante la expansión del crédito y el aumento de los precios de los activos. Ahora bien, ninguna de esas respuestas da resultados duraderos. Esa es la valiosa enseñanza que se deriva de la crisis mundial. Además de los riesgos que entraña un ajuste fiscal prematuro, se agrava el peligro de que las políticas deflacionarias acentúen la presión a la baja sobre los ingresos laborales al deprimirse el mercado de trabajo. Tales políticas pasan por alto la importancia vital de la contribución del gasto de consumo a una recuperación mundial sostenible.

Desde la perspectiva de cada país, podría parecer que para reforzar la competitividad internacional de los productores se justifica una compresión relativa de los salarios. Ahora bien, la aplicación simultánea en muchos países de estrategias de crecimiento basadas en las exportaciones tiene consecuencias sistémicas: es una carrera de igualación de los salarios a la baja en la que no gana nadie y que solo causa presiones deflacionarias. Al ser en general débil la demanda de los consumidores, tampoco aumenta la inversión en capital fijo, aunque los costos laborales sean más bajos. Para que ello ocurriera, sería preciso que en alguna parte de la economía mundial las políticas gubernamentales lograran provocar un aumento del

Gráfico 1.5

**PROPORCIÓN DEL INGRESO NACIONAL CORRESPONDIENTE A LOS
SALARIOS EN DETERMINADAS ECONOMÍAS, 1980-2010**

(En porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de las bases de datos *Main Economic Indicators*, de la OCDE; y Lindenboim, Kennedy y Graña, 2011.

gasto que contrarrestara las tendencias deflacionarias mundiales y la disminución de la demanda mundial resultante de la compresión salarial en muchos países desarrollados. Antes de la crisis, la aplicación generalizada de estrategias de crecimiento basadas en las exportaciones fue posible sobre todo gracias al rápido crecimiento de las importaciones en los Estados Unidos, que provocó un aumento de los déficits exteriores y la fragilidad financiera de esa economía. Las crisis posteriores, acompañadas del desapalancamiento del sector privado y el aumento de la deuda pública, demostraron claramente las deficiencias de ese enfoque. Una cosa es replantear la política fiscal y evitar un ajuste fiscal prematuro y otra detener e invertir tendencias distributivas insostenibles.

La tendencia de la distribución de los ingresos observada desde los años ochenta confirma que en muchas economías desarrolladas las desigualdades han aumentado conforme se ha

ace-lerado la globalización (Comisión Europea, 2007; FMI, 2007a y b; OCDE, 2008). En particular, la parte del ingreso nacional correspondiente a los salarios ha disminuido de forma lenta pero constante en los treinta últimos años, pauta que se invirtió brevemente en los períodos de recesión (sobre todo en 2008-2009), durante los cuales los beneficios empresariales suelen disminuir más que los salarios. Sin embargo, una vez concluidos esos episodios se reanudó la tendencia a la baja (gráfico 1.5A). Este fenómeno está generando peligrosas fuerzas adversas a la recuperación actual. Como los salarios se han dissociado del aumento de la productividad, los asalariados ya no tienen recursos para comprar la producción cada vez mayor y ese estancamiento de la demanda interna refuerza la presión bajista sobre los precios y los salarios, con la consiguiente amenaza de una espiral deflacionaria.

Cuadro 1.4

**CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS REALES, EN DETERMINADAS
REGIONES Y ECONOMÍAS, 2001-2010**

(Variación anual, en porcentaje)

	2001–2005	2006	2007	2008	2009	2010 ^a
Economías desarrolladas	0,5	0,9	0,8	-0,5	0,6	0,1
Alemania	-0,9	0,0	1,1	1,2	-0,5	1,7
Japón	-0,4	1,6	-1,0	-1,1	-2,9	1,4
Reino Unido	2,8	2,6	3,9	-1,5	-2,2	-1,8
Estados Unidos	-0,3	-0,1	0,5	0,1	2,8	-0,7
Economías en desarrollo y en transición						
África	1,3	2,8	1,4	0,5	2,4	..
Sudáfrica	0,3	5,1	0,2	2,3	3,2	5,2
Asia	7,8	7,6	7,2	7,1	8,0	..
China	12,6	12,9	13,1	11,7	12,8	..
India	2,6	0,4	-0,6	8,3
República de Corea	4,4	3,4	-1,8	-1,5	-3,3	1,2
América Latina y el Caribe	0,4	4,2	3,3	1,9	2,2	2,5
Brasil	-2,6	3,5	1,5	2,1	1,3	2,4
Chile	1,6	1,9	2,8	-0,2	4,8	2,1
México	0,9	1,4	1,0	2,2	0,8	-0,6
Europa Oriental y Asia Central	15,1	13,4	17,0	10,6	-2,2	..
Federación de Rusia	15,1	13,3	17,3	11,5	-3,5	2,6

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de OIT, 2011; base de datos EC AMECO; CEPAL, 2010; Economist Intelligence Unit; y fuentes nacionales.

a Datos preliminares.

La proporción del ingreso nacional correspondiente a los salarios suele ser diferente en la mayoría de los países en desarrollo y economías en transición, donde representa por lo general entre el 35% y el 50% del PIB⁷ —cifra que en las economías desarrolladas es de cerca del 60%— y suele oscilar de manera significativa, sobre todo debido a variaciones repentinas de los salarios reales. En muchas de esas economías, la proporción de los salarios siguió una tendencia a la baja entre los años ochenta y principios de la década del 2000, pero empezó a repuntar a partir de mediados de esa década, aunque todavía no ha alcanzado los niveles de los años noventa (gráfico 1.5B). La evolución positiva de los salarios y el impacto de las políticas de ingresos, en particular los programas de transferencias de recursos en favor de los pobres, tal vez sean los principales factores determinantes de la actual “recuperación a dos velocidades”.

En los países desarrollados, antes de la crisis los salarios reales crecían a una tasa media anual inferior al 1%, por debajo del índice de aumento de la productividad; posteriormente, disminuyeron durante la crisis y en general se recuperaron muy lentamente en 2010. Cabe pensar que, en vista de la adopción temprana de una política fiscal más contractiva y de los niveles relativamente elevados de capacidad ociosa y desempleo, la presión al alza sobre los salarios podría seguir siendo moderada, por lo que habría menos posibilidades de que estos impulsaran la recuperación. En cambio, a partir de los primeros años de la década del 2000, en todas las regiones en desarrollo y en la CEI, los salarios reales han aumentado, en algunos casos muy rápidamente (cuadro 1.4). En algunos países esto podría constituir una recuperación con respecto a las drásticas reducciones de los años noventa o los primeros

años de la década del 2000, mientras que en otros es más que una simple recuperación, pues los salarios siguen la misma trayectoria que el aumento de la productividad. En la mayoría de los países en desarrollo los salarios reales no disminuyeron ni siquiera en 2008 y 2009, años difíciles, a diferencia de lo que había ocurrido en general en las crisis anteriores. Esto indica que, hasta cierto punto, en los países en desarrollo la recuperación fue impulsada por un aumento de la demanda interna y que el crecimiento de los salarios reales fue parte integrante de la reactivación económica.

Es esencial examinar la evolución de los ingresos salariales totales, que dependen del empleo y de los salarios reales, para entender los riesgos de la deflación salarial. La caída de los salarios reales, en vez de provocar un aumento a la demanda de mano de obra, afectará la demanda porque provocará una disminución del consumo (Keynes, 1936). En general existe una relación muy estrecha entre la evolución de los ingresos salariales totales y la del gasto de consumo final. A este respecto, los “decenios perdidos” del Japón constituyen una advertencia muy seria del desafío cada vez mayor que debe enfrentar el mundo hoy en día. Como no logró detener la presión a la baja sobre los precios y la demanda interna, la economía japonesa terminó dependiendo en exceso de las exportaciones, lo que dio lugar a una deflación y un estancamiento persistentes durante dos decenios. Al dejar de crecer el ingreso real de los asalariados, también lo hizo el consumo privado (gráfico 1.6). Alemania parece estar yendo por el mismo camino que el Japón, pues desde mediados de los años noventa se observa en ese país una compresión deliberada de los salarios que tiene consecuencias sumamente desestabilizadoras para la eurozona. En los Estados Unidos, aunque el consumo estuvo impulsado principalmente por el crédito y el auge inmobiliario, hasta que se produjo el inevitable estallido de la burbuja, también existe una estrecha relación entre la masa salarial y el consumo privado. La compresión salarial en ese país se vio magnificada por políticas fiscales regresivas y por la marcada tendencia de los hogares que constituyen el 1% de la población que más se beneficia de la distribución de la renta nacional al ir apropiándose de una proporción creciente del ingreso total (Piketty y Saez, 2007).

A estas alturas, habida cuenta del desempleo legado por la crisis, existe el peligro de que las presiones a la baja sobre los salarios en las economías desarrolladas ahoguen cualquier repunte incipiente del consumo privado, fundamento indispensable de una recuperación sostenible y equilibrada. Las reformas estructurales destinadas a dar mayor flexibilidad al mercado laboral, previstas en muchos países, no harían sino reforzar el poder de negociación de los empleadores en los mercados laborales de las economías desarrolladas.

En cambio, tras diferentes períodos de declive en los años ochenta y noventa, el aumento de la masa salarial en varios países en desarrollo y economías en transición estimuló el consumo privado. Por ejemplo, después de la caída de los salarios en la Federación de Rusia y la República de Corea tras las crisis de finales de los años noventa, se produjo un repunte significativo que no se invirtió con la Gran Recesión. De igual manera, si bien los salarios se recuperaron en cierta medida en México, en la última crisis se registró un crecimiento negativo de la masa salarial que podría atribuirse a la influencia económica de los Estados Unidos.

La subida de los salarios reales y el aumento de la masa salarial en los países en desarrollo, sumados a la apreciación real de los tipos de cambio, indican que la recuperación de esos países depende cada vez más de la expansión de los mercados nacionales y no tanto de las exportaciones a países desarrollados. Sin embargo, como los países desarrollados siguen siendo importantes destinatarios de las exportaciones, el flojo crecimiento de esos países, junto con las presiones al alza sobre las monedas de los países en desarrollo, puede reiniciar o reforzar una compresión relativa de los salarios también en esos países. Aunque eso no ha ocurrido hasta ahora, la ralentización de la producción industrial mundial en el segundo trimestre de 2011 acentúa ese riesgo. De hecho una combinación de políticas macroeconómicas en las economías desarrolladas, caracterizadas por medidas de austeridad fiscal, políticas monetarias más restrictivas y compresión salarial, podría crear nuevas vulnerabilidades en todo el mundo, que también podrían afectar a los países en desarrollo. Sería perjudicial para la recuperación mundial limitarse a desplazar la fragilidad del Norte al Sur en vez de ir directamente a la raíz del problema.

Gráfico 1.6

MASA SALARIAL TOTAL Y CONSUMO PRIVADO A PRECIOS CONSTANTES EN DETERMINADOS PAÍSES, 1996-2010

(Variación porcentual anual)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de las bases de datos *World Economic Outlook* e *International Financial Statistics*; y Lindemboim, Kennedy y Graña, 2011.

2. Políticas de ingresos y control de la inflación

Las políticas macroeconómicas que fomentan el crecimiento, de las que las políticas de ingresos proactivas son un componente fundamental, también pueden contribuir a contener la inflación, puesto que la inversión y el aumento de la productividad crean la capacidad necesaria para responder a la expansión constante de la demanda interna que se persigue. Una política de ingresos basada en reglas claras para determinar los ingresos salariales en una economía en crecimiento puede facilitar en gran medida la tarea de las autoridades y apoyar la formación de capital y el desarrollo sostenible. Una política de ese tipo, destinada a armonizar el aumento de los salarios con el de la productividad (teniendo en cuenta el objetivo de inflación fijado), allana el camino para una expansión constante de la demanda interna como base para una expansión de la inversión y al mismo tiempo limita los riesgos de que la presión de los costos afecte la estabilidad de los precios.

Los salarios son el principal factor determinante del costo global de la producción en una economía de mercado moderna y verticalmente integrada. Por consiguiente, una política de ingresos es también un instrumento de control de la inflación. Partiendo de ese principio, el incremento de los salarios contribuiría a mantener la inflación dentro de los límites fijados por el Gobierno evitando que se disparen los costos laborales unitarios y manteniendo un aumento constante de la demanda. Mientras que la política de ingresos podría centrarse en el control de la inflación, la política monetaria podría dar prioridad a fomentar una financiación de bajo costo de las inversiones en capacidad productiva real, lo cual crearía nuevas oportunidades de empleo. En varios países en que los salarios reales y la proporción del ingreso nacional correspondiente a los salarios disminuyeron de resultas de un prolongado estancamiento económico y del deterioro de las condiciones laborales —como ocurrió en América Latina y en África en los años ochenta y noventa— podría permitirse durante un tiempo que los salarios reales aumentaran con mayor rapidez que la productividad a fin de restablecer la pauta de distribución de ingresos deseada. Esa redistribución de ingresos probablemente requeriría negociaciones entre las

partes sociales y las autoridades para evitar una espiral de precios y salarios y seguramente se vería facilitada por la recuperación económica y la consiguiente mejora del mercado laboral.

Logrando que los salarios aumentasen aproximadamente al mismo ritmo que la productividad, ajustada en función del objetivo de inflación, sería posible controlar las expectativas de inflación. El problema de la eurozona es que esas consideraciones macroeconómicas no se han tenido en cuenta en algunos países miembros (como se examina en el capítulo VI).

Como los países desarrollados se recuperan lentamente (como puede verse en el gráfico 1.1), el riesgo de una inflación producida por la presión de la demanda en esos países es mínimo. Los Estados Unidos y Europa están sufriendo una grave atonía del mercado laboral, a pesar de que los salarios reales prácticamente no han aumentado. El débil crecimiento del empleo y el estancamiento de los salarios, al ralentizar el aumento de la renta disponible, obstaculizan una recuperación sostenible impulsada por la demanda interna y agravan el riesgo de que el crecimiento dependa demasiado de las exportaciones. Sobre todo en ciertos países periféricos de la eurozona la deflación de la deuda es otra amenaza grave. Los temores de que la expansión de la base monetaria en las principales economías provoque una aceleración de la inflación no tienen en cuenta que esa expansión se produce en un contexto de fuerzas deflacionarias, como las generadas por los procesos de desapalancamiento en curso en los sistemas financieros y los hogares, todavía débiles, de las respectivas economías desarrolladas⁸.

En este contexto, la subida del precio de los alimentos y la energía podría causar un aumento de la inflación general a corto plazo. Sin embargo, no se plantearía el riesgo de una inflación persistente, porque la subida del nivel general de precios solo sería temporal y sería sumamente improbable una “segunda ronda” de aumentos desencadenada por una espiral de precios y salarios que perpetuara la inflación. Además, la aplicación de medidas monetarias restrictivas para luchar contra la inflación también sería ineficaz en la medida en que la subida del precio de los alimentos y la energía no se debería sobre todo a un aumento de la demanda de esos productos, sino más bien a las actividades

especulativas de los inversores financieros (véase el capítulo V). Las políticas monetarias restrictivas podrían incluso desencadenar una grave recesión mundial que provocaría a su vez un desplome de los precios de los productos básicos, como ocurrió en el segundo semestre de 2008, en cuyo caso el remedio resultaría peor que la enfermedad.

A pesar de ello, el Banco Central Europeo (BCE) ha seguido guiándose por la inflación general y en abril de 2011 adoptó una política monetaria más restrictiva. Mario Draghi, Gobernador de la Banca d'Italia y recién nombrado director del BCE, advirtió, ya en noviembre de 2010, de que el "peligro real e inmediato" de sobrecalentamiento justificaba "la mayor necesidad de seguir normalizando las políticas monetarias" a fin de no importar inflación de las economías de mercado emergentes (citado en Wiesmann, 2011). Sin embargo, la aceleración de la subida de los salarios en China no plantea ninguna amenaza inminente de inflación mundial⁹; antes bien, es un elemento importante para reequilibrar la economía china hacia un mayor consumo privado. Ese nuevo equilibrio en la economía china no solo neutraliza la amenaza deflacionaria que podría surgir si se acabara el rápido proceso de convergencia económica de China, sino que también contribuye positivamente a reequilibrar la demanda mundial. De hecho, el aumento de los salarios equivale a una apreciación real del yuan. Además, en China, la inflación es resultado del aumento del precio de los alimentos, la energía y las materias primas industriales. Desde una perspectiva más amplia, el aumento de la inflación general en las economías en desarrollo se debe menos al sobrecalentamiento que al hecho de que los precios de los alimentos y la energía pesan mucho más en los índices de precios al consumidor de los países pobres que en los países desarrollados (*TDR 2008* y capítulo V del presente informe).

Más graves son las preocupaciones suscitadas por la inflación del precio de los activos, la fuerte expansión del crédito y el incremento de los déficits por cuenta corriente observado en algunos países en desarrollo (como el Brasil, la India, Sudáfrica y Turquía, entre los miembros del G-20). En el Brasil, el banco central elevó el tipo de interés, que en términos reales era ya muy alto, y también se endureció la política fiscal. El banco central de la Federación de Rusia adoptó medidas similares. En ambos casos, parece que la inflación

subyacente, de la que se excluyen los precios de los alimentos y la energía, también había aumentado. Sin embargo, ello no significa necesariamente que las políticas monetarias contractivas sean el instrumento más indicado para contener el aumento de los precios internos. En una economía que todavía tiene capacidad sobrante, se puede contener la presión de los costos mediante la aplicación de medidas de gestión de precios y políticas de estímulo de la oferta que incrementen el suministro de bienes y servicios, y la concertación de pactos sociales que vinculen el aumento de los salarios reales al de la productividad

3. La crisis europea y la necesidad de políticas de ingresos proactivas

La falta de políticas de ingresos proactivas y coordinadas es una de las principales causas de las tensiones actuales en Europa, en particular en la eurozona. Desde el establecimiento de la Unión Económica y Monetaria, se han venido acumulando graves desequilibrios, de resultados de tendencias divergentes en la evolución de los salarios en los diferentes países. En una unión monetaria, las tendencias de los salarios nacionales son el principal determinante del tipo de cambio real entre las economías que integran la unión. Para evitar grandes diferencias intrarregionales de competitividad, las tendencias de los salarios nacionales deben atenerse a una regla tácita determinada por la suma del incremento de la productividad nacional y el objetivo de inflación convenido para toda la unión ("inferior pero cercano al 2%"), según la definición del BCE. Los países periféricos que sufren hoy en día graves crisis de la deuda pública se apartaron ligeramente de esa regla por exceso, mientras que Alemania, la economía con el mayor superávit comercial de la eurozona, también la incumplió, pero por defecto. El resultado es que Alemania ha ido ganando competitividad con respecto a sus asociados europeos, en especial los países de la periferia (*TDR 2006* y *TDR 2010*; Flassbeck, 2007; Bibow, 2006). Si las tasas de inflación varían entre países que tienen cada uno su propia moneda nacional, pueden compensar los diferenciales de inflación ajustando los tipos de cambio. En la Unión Económica y Monetaria, en cambio, no es posible aplicar esa solución, por lo que es aún más difícil resolver esta crisis que las crisis comparables que se produjeron en varias economías

de mercado emergentes a lo largo de los 30 últimos años.

En la eurozona los desequilibrios por cuenta corriente se produjeron en parte a consecuencia de las corrientes de préstamos, que en algunos casos crearon burbujas inmobiliarias. El estallido de esas burbujas provocó un sobreendeudamiento privado que primero desencadenó crisis bancarias y acabó por causar las actuales crisis de la deuda soberana. El resultado fue que los bancos de los países con superávit quedaron sumamente expuestos a los deudores de los países deficitarios.

Con la reaparición de graves tensiones en el mercado de la deuda de varios países en el segundo trimestre de 2011, la mayor parte de los gobiernos están convencidos de que es necesaria la austeridad fiscal para garantizar la sostenibilidad de la deuda y de que la compresión salarial y la reforma del mercado laboral devolverán la competitividad a la economía. Haciendo gala de un rechazo dogmático de la intervención estatal, las autoridades de la eurozona se mostraron muy renuentes a considerar la posibilidad de adoptar medidas de estímulo fiscal. Tardaron en decidirse a actuar y fueron las primeras en pedir el rápido abandono de los planes de estímulo mundiales, incluso antes de que la recuperación hubiera arraigado debidamente. De este modo, la eurozona ha quedado rezagada en la recuperación mundial y es ahora un foco de inestabilidad económica. La inestabilidad financiera y económica de hoy nace de una crisis de la deuda no resuelta que se originó en la deuda privada y que al parecer el mecanismo de gobernanza de la eurozona no está bien preparado para atajar. La respuesta política de la zona sigue centrada exclusivamente en el recorte del gasto público y en el “fortalecimiento” del llamado Pacto de Estabilidad y Crecimiento, establecido para gobernar y disciplinar de forma asimétrica las políticas fiscales de los países miembros.

Está muy generalizada la opinión de que la crisis actual de la eurozona, además de ser consecuencia de lo que se percibe como una falta de disciplina fiscal, es prueba de la falta de flexibilidad del mercado laboral. Pero ni el derroche fiscal ni la rigidez de los mercados laborales bastan para explicar la crisis. Antes bien, el régimen de gobierno de la zona carece de mecanismos adecuados de coordinación que garanticen un crecimiento estable

de la demanda interna y al mismo tiempo eviten divergencias y desequilibrios intrarregionales. Concretamente, el aumento excesivo de los salarios en las economías actualmente en crisis, por una parte, y el estancamiento de los costos laborales unitarios en Alemania, por otra, han dado lugar a la acumulación de superávits de cuenta corriente en ese país a expensas de otros países de la zona. Es posible que, al debilitar aún más el crecimiento económico, las políticas propuestas por las autoridades de la eurozona tampoco logren hacer más sostenible la deuda (véase el capítulo III).

Las medidas de austeridad en los países con déficit podrían reducir los desequilibrios por cuenta corriente dentro de la eurozona mediante una compresión de los ingresos, pero también podrían agravar el problema de solvencia subyacente al provocar una deflación de la deuda (especialmente si se proporciona liquidez de emergencia a tipos de interés punitivos). Si los países deudores reciben suficiente financiación oficial a unos tipos de interés razonables (tal como lo decidió el Consejo Europeo el 21 de julio de 2011) tal vez logren evitar o postergar el impago, pero así no se resolverá el problema subyacente de su falta de competitividad y crecimiento. Por haberse dado respuestas políticas regionales equivocadas, los países de la eurozona que están en crisis deben afrontar condiciones sumamente difíciles: su PIB presenta un crecimiento nulo o incluso negativo, mientras que los tipos de interés del mercado sobre la deuda pública son prohibitivos. Desde una perspectiva mundial, sin embargo, esas condiciones locales son excepcionales. Si bien por lo general sus déficits presupuestarios son altos y su coeficiente de endeudamiento público va en aumento, la inflación se mantiene baja. Por consiguiente, el problema actual de Europa debería resolverse fomentando el crecimiento y reduciendo los desequilibrios intrarregionales. El resto del mundo puede aprender muchas cosas de la experiencia europea, en particular que la aplicación de medidas de austeridad sin tener en cuenta la necesidad de crecimiento de la demanda interna de la región puede resultar muy contraproducente. Por consiguiente, es de vital importancia adoptar políticas monetarias bien coordinadas y medidas de gestión de la deuda destinadas a mantener a raya el costo del crédito en toda la región.

C. Progresos hacia el restablecimiento del equilibrio, el crecimiento y el desarrollo mundiales: una evaluación de la cooperación mundial

Esta última crisis financiera y económica mundial se originó en los Estados Unidos y Europa Occidental, cuyos sistemas financieros, estrechamente integrados entre sí, se vieron arrastrados al borde del colapso a causa de un excesivo endeudamiento privado. Tras ese descalabro financiero, que hubiera podido provocar otra Gran Depresión de dimensiones mundiales, las autoridades se dieron cuenta de que para enfrentar las consecuencias sería necesaria una coordinación internacional urgente de las políticas económicas.

En el punto más álgido de la crisis mundial se dieron ejemplos poco habituales de solidaridad internacional, empezando por la adopción de medidas coordinadas de estímulo monetario por parte de los principales bancos centrales. En las reuniones del G-20 celebradas en noviembre de 2008 en Washington y en abril de 2009 en Londres, los Jefes de Estado y de Gobierno se comprometieron a poner en marcha grandes planes de estímulo fiscal y programas de ayuda de emergencia para restablecer la estabilidad financiera. Gracias a los efectos combinados de estas medidas se detuvo la caída libre de la economía y los responsables mundiales de las políticas económicas se anotaron un primer triunfo importante en la lucha contra la crisis. Hoy en día el G-20 sigue siendo un importante foro para la cooperación económica internacional. El Marco para un crecimiento sólido, sostenible y equilibrado, adoptado en la cumbre del G-20 celebrada en Pittsburgh en septiembre de 2009, también se ha convertido en el elemento central de la coordinación de la política económica entre los miembros. Con arreglo a dicho marco, los miembros del G-20 se

comprometen “a trabajar juntos para determinar cómo encajan nuestras políticas [nacionales], evaluar si colectivamente son compatibles con un crecimiento más sostenible y equilibrado y hacer lo necesario para cumplir nuestros objetivos comunes” (G-20, 2009). Para ello, se inició el “proceso de evaluación mutua”, mecanismo consultivo impulsado por los países a fin de examinar las medidas adoptadas por los miembros.

Para que esas iniciativas tengan éxito es indispensable que haya cierta convergencia de opiniones entre los miembros, lo cual sigue siendo difícil de lograr. Desde mediados de 2010 ha habido un cambio de rumbo claro en la orientación general de las políticas económicas. Mientras la posición anterior era que los estímulos fiscales debían mantenerse hasta que la recuperación estuviera asegurada, en la Declaración de la Cumbre de Toronto se estableció la reducción del déficit fiscal como nueva prioridad de política. En consecuencia, los países desarrollados anunciaron su determinación de reducir el déficit fiscal a la mitad, por lo menos, para 2013 y estabilizar o reducir su coeficiente deuda pública/PIB para 2016 (G-20, 2010a). Posteriormente, en el Plan de Acción de Seúl de noviembre de 2010 se pidió un esfuerzo común para preservar la recuperación y lograr un crecimiento robusto, sostenible y equilibrado. Se indicó una serie de políticas que podían contribuir a reducir los desequilibrios excesivos, incluidas medidas para conseguir que los tipos de cambio se determinaran en función de las “variables fundamentales del mercado”. Además, los miembros se comprometieron a emprender reformas

estructurales a fin de reducir su dependencia de la demanda externa y centrarse más en fuentes de crecimiento internas en los países con superávit y al mismo tiempo promover el ahorro nacional y mejorar la competitividad de las exportaciones en los países deficitarios (G-20, 2011a).

En ese contexto, se acordó vigilar el cumplimiento de los compromisos asumidos por los países y evaluar los avances que realizaran hacia el logro de sus objetivos comunes. Se decidió potenciar el proceso de evaluación mutua mediante “directrices indicativas” que sirvieran “para facilitar la detección oportuna de grandes desequilibrios que requieran la adopción de medidas preventivas y correctivas” (G-20, 2010b). En consecuencia, se acordó establecer una serie de indicadores, entre ellos los relativos a la deuda pública y el déficit fiscal; la deuda privada y la tasa de ahorro; y la balanza por cuenta corriente, “teniendo debidamente en cuenta las políticas cambiarias, fiscales, monetarias y de otra índole” (G-20, 2011).

La definición de tales indicadores no es evidente ni neutral: la falta de datos oficiales, la diversidad de las metodologías nacionales, la elección de un período de referencia apropiado y la producción de previsiones nacionales coherentes son algunas de las cuestiones que quedan por resolver. Examinando los diversos componentes de la cuenta corriente, en vez de limitarse al saldo global, se aportaría una valiosa dimensión al análisis, especialmente porque los cambios en la balanza por cuenta corriente pueden deberse a múltiples factores¹⁰. Además, hay diferentes opiniones acerca de cómo reducir los desequilibrios mundiales.

Es mucho lo que está en juego en la búsqueda de una respuesta coordinada a nivel mundial a la cuestión de los desequilibrios mundiales, pero hay opiniones enfrentadas acerca de las medidas que se han de adoptar. Hay discrepancias en cuanto al modo en que los desequilibrios globales contribuyeron a la crisis mundial, a los ajustes más indicados para reducir los desequilibrios excesivos y a los países que deberían efectuar la mayor parte de esos ajustes. Uno de los puntos de vista es el del FMI, que se basa en una distinción entre economías desarrolladas y economías emergentes del G-20 por una parte, y entre países deficitarios y países con superávit por otra. El FMI aboga por que se profundice el ajuste fiscal, principalmente en los países desarrollados

deficitarios, y por que las economías emergentes con superávit reorienten su estrategia de crecimiento, optando por apoyarse en la demanda interna en vez de depender de la demanda externa. Sin embargo, no pide a las economías desarrolladas con superávit que hagan lo mismo (es decir, estimular sus mercados internos en vez de basarse siempre de las exportaciones netas) (Lipsky, 2011).

Por otra parte, el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas produjo un modelo viable de coordinación de las políticas para el reestablecimiento del equilibrio mundial y el crecimiento sostenido (DAES, Naciones Unidas, 2011) en el que se propone que la política fiscal asuma un papel más importante a corto plazo (véase también el capítulo III). Según las previsiones de ese modelo, en las economías desarrolladas una política que postergue el ajuste fiscal y ofrezca incentivos para fomentar la inversión privada, aumentando al mismo tiempo el gasto público destinado a la mejora de las infraestructuras y a actividades de investigación y desarrollo para lograr una mayor eficiencia energética, será más propicia al crecimiento del PIB. La política fiscal podría favorecer el aumento o la disminución del ingreso disponible y el gasto de los hogares tanto en los países cuya balanza por cuenta corriente es excedentaria como en aquellos que tienen déficit. Según el modelo viable de coordinación de políticas, sería posible lograr una reducción (o contención) general de los desequilibrios por cuenta corriente a menos del 4% del PIB para 2015, o antes, con apenas una nueva depreciación moderada del dólar.

El examen de la evolución de los desequilibrios por cuenta corriente en el mundo desde el estallido de la crisis mundial suscita dudas en cuanto a la eficacia de las iniciativas existentes. En dólares corrientes, los desequilibrios por cuenta corriente en el mundo alcanzaron su nivel máximo en 2007-2008, se redujeron en 2009 —al disminuir abruptamente el volumen y el valor del comercio mundial— y están volviendo a acentuarse en 2010-2011, al tiempo que repuntan el comercio y el PIB. Las importaciones y exportaciones (en volumen) suelen disminuir y aumentar paralelamente en las grandes economías deficitarias y en las excedentarias. Cayeron y se recuperaron a ritmos muy similares en la UE, los Estados Unidos y el conjunto de las economías en desarrollo (véase el cuadro 1.2). Entre los países con superávit, solo China y el Japón registraron en 2009

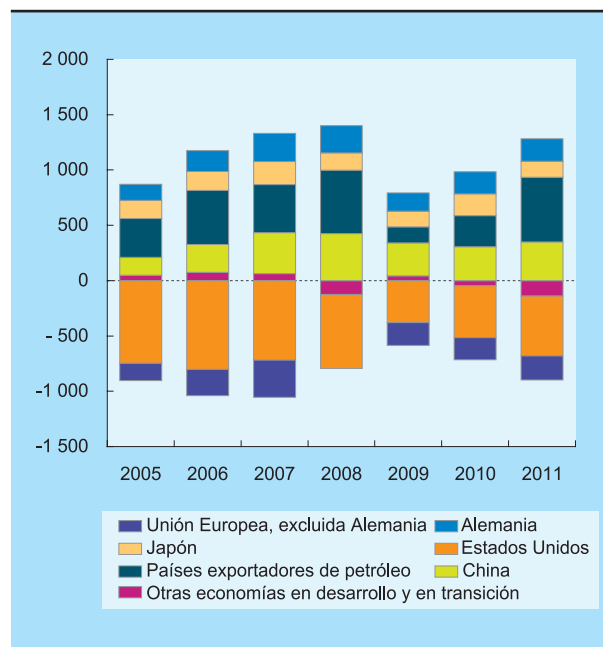
una reducción del volumen de las exportaciones mayor que la de las importaciones, lo cual contribuyó al reequilibrio mundial. La incidencia de los cambios de precios fue aún mayor: la caída del precio de los productos básicos (especialmente el petróleo) en 2009 contribuyó a la reducción del déficit de la UE (a excepción de Alemania) y de los Estados Unidos en 2009, y su repunte ha contribuido al incremento de los déficits en 2010 y 2011. La abultada factura de la importación de petróleo es hoy en día el factor que más contribuye al aumento del déficit por cuenta corriente de los Estados Unidos, pues la balanza comercial de productos no petrolíferos de ese país ha mejorado significativamente. La contrapartida es que en 2009 se redujo el excedente por cuenta corriente de los principales países exportadores de petróleo para volver a aumentar posteriormente. Expresados en dólares corrientes o en porcentaje del PIB mundial, los desequilibrios mundiales siguen situándose por debajo de las elevadas cotas alcanzadas antes de la crisis, pero están aproximándose a los niveles registrados en 2006 (gráfico 1.7).

Expresados en porcentaje del PIB del país respectivo, los desequilibrios por cuenta corriente se han reducido. En 2010 el déficit por cuenta corriente de países como los Estados Unidos y España representaban aproximadamente la mitad del nivel de antes de la crisis (pasaron del 6% al 3,2% y del 10% al 4,5%, respectivamente); pero no disminuyeron significativamente en el Reino Unido. Por otra parte, en las economías desarrolladas excedentarias, el superávit sufrió una disminución más bien moderada. En Alemania, se mantuvo en casi el 6% del PIB en 2010, principalmente gracias a su excedente comercial. En el Japón, se registró un superávit de cerca del 3,5% del PIB, lo cual se puede atribuir sobre todo a los ingresos netos resultantes de inversiones que, como son bastante estables, probablemente seguirán manteniendo el excedente en un futuro previsible. Entre los países en desarrollo que tienen un excedente por cuenta corriente, el superávit de China ha sufrido una fuerte disminución, pasando del nivel máximo del 10% del PIB que tenía antes de la crisis a cerca del 5% en 2010, y probablemente haya bajado aun más en 2011. Esto se debe en parte a una reducción de su superávit comercial, pero también al constante crecimiento de su PIB, que es más rápido si se expresa en dólares corrientes de los Estados Unidos que en yuans constantes, debido a la apreciación real del yuan.

Gráfico 1.7

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE EN DETERMINADOS PAÍSES Y GRUPOS DE PAÍSES, 2005-2011

(En miles de millones de dólares corrientes)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la base de datos *National Accounts Main Aggregates* y el informe *World Economic Situation and Prospects (WESP) 2011: Mid-Year Update* del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales (DAES) de las Naciones Unidas; y la base de datos *World Economic Outlook* del FMI.

Nota: Los datos de 2011 son previsiones.

Los tiempos y la forma en que los países se recuperaron de la crisis mundial han afectado la situación de sus cuentas corrientes. Si se desglosa el crecimiento entre la demanda interna y las exportaciones netas, se observa que el crecimiento del Brasil, China, la Federación de Rusia y la India fue en gran medida resultado de un incremento de la demanda interna. Esto parece indicar que esas economías en desarrollo y en transición están cumpliendo su compromiso de contribuir a reducir los desequilibrios mundiales. En otros países, como el Japón y algunos países miembros de la eurozona, las exportaciones netas fueron el principal motor del crecimiento. En los Estados Unidos, las exportaciones netas no han influido en la recuperación. Mientras que Alemania y el Japón se han beneficiado del fuerte crecimiento de sus exportaciones a China, más rápido que el

de sus importaciones de ese país, el incremento de las exportaciones de los Estados Unidos se vio compensado por un aumento análogo de sus importaciones.

Los tipos de cambio y los tipos de interés son variables fundamentales que afectan la sostenibilidad de los desequilibrios en cuenta corriente. Los tipos de cambio determinan la competitividad internacional de los países, por lo que los ajustes de esos tipos pueden servir para corregir los desequilibrios en la competitividad. Los tipos de interés son importantes por la influencia que tienen en los ingresos netos procedentes de inversiones de los países y también por su función de impulsores de las corrientes de capital, de manera que afectan indirectamente a los tipos de cambio y la competitividad. Queda por resolver la cuestión de si se puede confiar en la capacidad de los mercados cambiarios internacionales para establecer por sí solos un equilibrio entre los tipos de cambio.

Desde 2007, se ha depreciado considerablemente el tipo de cambio efectivo real en dos países que acusan un importante déficit por cuenta corriente, los Estados Unidos y el Reino Unido (gráfico 1.8), lo cual parece estar en consonancia con las exigencias de un reequilibrio¹¹. Lo mismo puede decirse del pronunciado aumento del tipo de cambio efectivo real registrado en China desde 2005. En Alemania ha habido un aumento significativo de la competitividad en el contexto de la crisis europea, lo cual no es coherente con la posición excedentaria del país. El hecho de que la cuenta corriente de la eurozona esté prácticamente equilibrada en general no cambia esa valoración; antes bien, confirma la existencia de graves desequilibrios intrarregionales. El aumento de la competitividad externa de Alemania es incompatible con el objetivo de lograr un equilibrio mundial. También era incompatible con las exigencias mundiales la marcada depreciación del tipo de cambio efectivo real del Japón en el período anterior a la crisis. La pronunciada debilidad del yen durante ese período se debió a su atractivo como moneda de financiación de operaciones de *carry-trade*. Posteriormente el yen se apreció, cuando los tipos de interés oficiales de las principales economías desarrolladas se rebajaron a casi cero en respuesta a la crisis mundial y el yen dejó de ser la moneda más usada en operaciones de *carry-trade* (véase el capítulo VI).

En el Brasil el tipo de cambio efectivo real tuvo una rápida evolución en el sentido contrario a la del yen japonés, pues las posiciones de *carry-trade* se liquidaron en el peor momento de la crisis, pero desde entonces se ha vuelto a apreciar considerablemente, lo cual refleja el renovado atractivo que presenta el real brasileño como moneda de especulación en operaciones de *carry-trade*. El resultado es que las exportaciones manufactureras del Brasil han perdido competitividad y la balanza comercial del país ha empeorado a pesar del auge actual de los precios de los productos básicos, aunque sigue siendo excedentaria. Lo que ha aumentado de forma espectacular es su déficit de ingresos procedentes de inversiones, debido principalmente a las remesas de utilidades de las empresas transnacionales y, en menor medida, al pago de intereses de la deuda. Los tipos de cambio han seguido tendencias análogas en otros países en desarrollo, varios de los cuales han acumulado en ese tiempo un considerable déficit por cuenta corriente —una nueva forma del “síndrome holandés”— lo que podría anunciar nuevas inestabilidades de alcance sistémico (Bresser-Pereira, 2008). Las monedas de Chile, la Federación de Rusia, la India, México, la República de Corea, Sudáfrica y Turquía, por ejemplo, registraron una apreciación significativa del tipo de cambio efectivo real tras la salida de la crisis (gráfico 1.8).

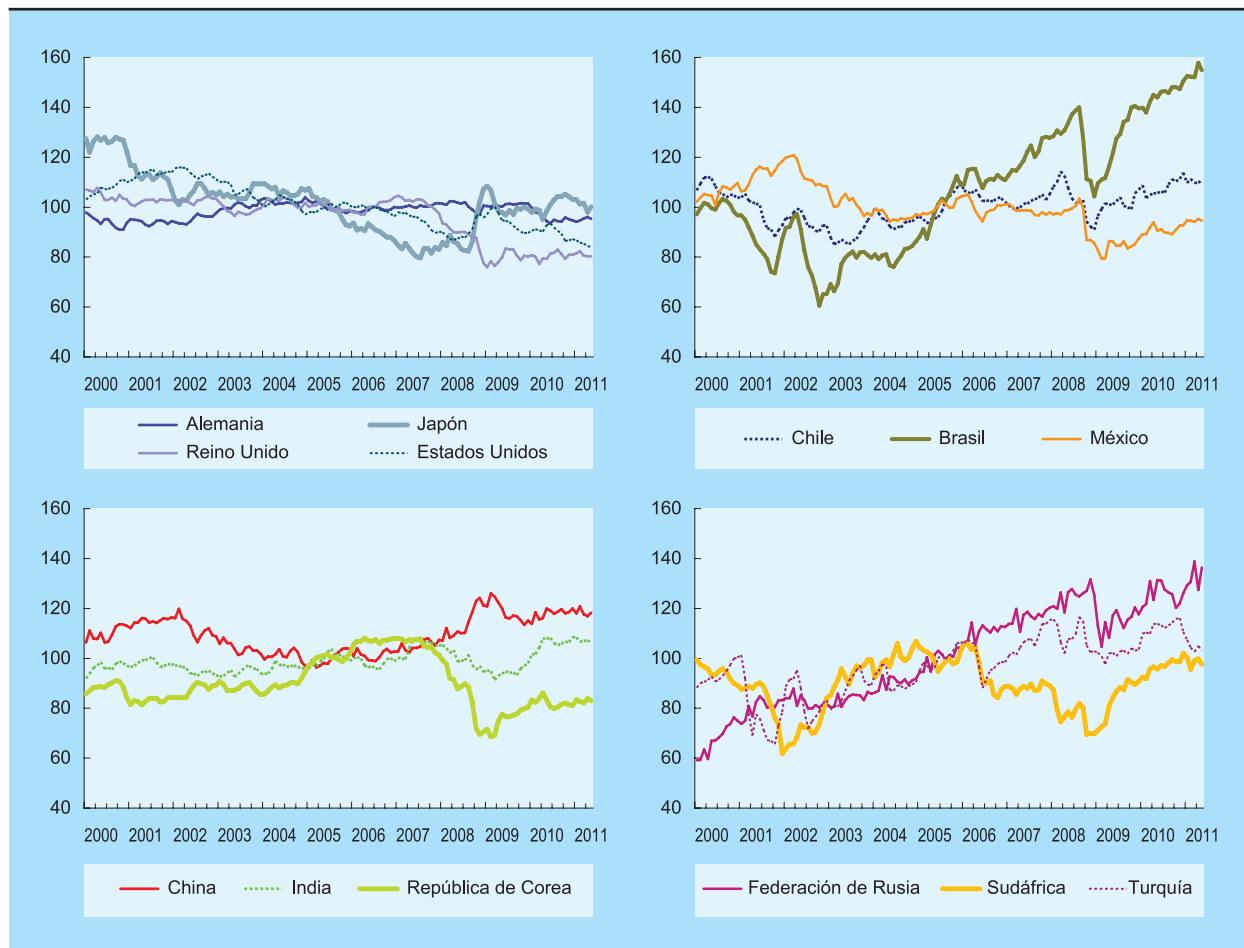
Las variaciones cambiarias que son persistentemente incompatibles con el logro de posiciones de competitividad mundial equilibradas son pruebas fehacientes de la necesidad de coordinar los mercados cambiarios mundiales, en los que los gobiernos nacionales podrían intervenir en busca de sus objetivos de política nacional, ya sea para compensar los fallos del mercado y evitar desajustes cambiarios, ya sea para obtener una ventaja competitiva. La cuestión es que los tipos de cambio son intrínsecamente un asunto multilateral que requiere una gestión multilateral.

El Plan de Acción de Seúl incluye el compromiso de “ir avanzando hacia sistemas de tipos de cambio determinados por el mercado y hacerlos más flexibles, en función de los parámetros económicos fundamentales en los que se basan, y abstenerse de efectuar devaluaciones monetarias competitivas”. También dice que “las economías avanzadas, incluidas aquellas cuyas divisas son monedas de reserva, permanecerán alerta para evitar la

Gráfico 1.8

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL EN DETERMINADOS PAÍSES, ENERO DE 2000 A MAYO DE 2011

(Índice, 2005 = 100, basado en el IPC)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales, base de datos *Effective Exchange Rate Indices*.

volatilidad excesiva y las variaciones desordenadas de los tipos de cambio” (G-20, 2010b). Si esos compromisos anuncian un desplazamiento hacia tipos de cambio flotantes y el repliegue de la intervención del Estado, el Plan de Acción no logrará la estabilidad mundial. La evidencia es abrumadora: por sí solos, los mercados cambiarios son una de las principales fuentes de inestabilidad y riesgos sistémicos¹².

La globalización exige que se instaure una verdadera gobernanza económica mundial. El sistema existente de gobernanza mundial, en especial el sistema monetario y financiero mundial, tiene grandes deficiencias, como ha quedado claro en

la última crisis mundial. De ahí la importancia de los constantes esfuerzos del G-20 para promover la cooperación económica internacional. La crisis también ha cuestionado seriamente la fe que se tenía en la liberalización y la autorregulación de los mercados. Los mercados financieros liberalizados han alentado la especulación excesiva (que equivale a un juego de azar) y la inestabilidad. Además, las innovaciones financieras están al servicio de su propio sector y no del interés social general. Si se pasan por alto esos defectos se corre el riesgo de sufrir otra crisis, que podría ser incluso peor. El nuevo énfasis en la adopción de un criterio macroprudencial y la importancia de los efectos secundarios transfronterizos es encomiable, pero

quedan dudas acerca de si estará asegurada la eficiencia funcional del sistema para contribuir al crecimiento y la estabilidad de la economía real. Hasta el momento las autoridades responsables de las políticas económicas se han limitado a dar ciertos retoques al régimen de gobernanza económica mundial en vez de reformarlo radicalmente.

La globalización ha generado una tensión fundamental entre la integración económica global y las políticas económicas nacionales orientadas a cumplir eficazmente las responsabilidades de los gobiernos nacionales (Rodrik, 2011). También ha desplazado el equilibrio del poder a favor de las grandes empresas y otras entidades que operan a nivel mundial, incluidas las instituciones financieras, y los trabajadores han quedado más desprotegidos frente a las fuerzas globalizadas, situación agravada por el debilitamiento (o incluso la inexistencia) de redes nacionales de protección social. En muchos países desarrollados y en desarrollo, las fuerzas liberadas por la globalización

han producido cambios significativos en la distribución de los ingresos, cuyo resultado ha sido una reducción de la proporción relativa de los ingresos salariales y un aumento de la de los beneficios empresariales. Ahora bien, la crisis mundial ha dejado claramente al descubierto las limitaciones de este modelo. Hoy en día se siente más que nunca la necesidad imperiosa de cambiar de paradigma político y de realizar una reforma fundamental del sistema mundial de gobernanza. Según el Consenso de Seúl para el Desarrollo, “para mantener la prosperidad es preciso compartirla”, lema muy sabio que no solo es válido en el plano internacional sino también dentro de cada país. En el *TDR 2010* se propuso que el crecimiento de la renta del trabajo impulsado por la productividad como base de una estrategia exitosa de desarrollo que diera prioridad a la creación de empleo y la reducción de la pobreza. Esta estrategia es aún más importante hoy en día, cuando el mundo experimenta una frágil recuperación a dos velocidades. ■

Notas

- 1 Las comparaciones a largo plazo muestran que la volatilidad reciente de los precios no es nueva en el caso de algunos productos básicos (Calvo-Gonzales, Shankar y Trezzi, 2010; Jacks, O'Rourke y Williamson, 2011). En 2008 se observó una elevada volatilidad del precio del petróleo, pero siempre muy inferior a la registrada a principios de los años setenta. Sin embargo, la velocidad y la amplitud de las fluctuaciones de los precios de una amplia gama de productos básicos se diferencian claramente de las de fluctuaciones anteriores (Baffes y Haniotis, 2010). Más concretamente, la magnitud del reciente auge de los precios era superior a la media histórica en el caso de los alimentos y los metales, mientras que la magnitud del repunte del precio del petróleo fue similar a los promedios históricos, pero el repunte fue más rápido.
- 2 Véase *Financial Times*, “Investors pull out of commodity bull run”, 6 de julio de 2011, artículo en el que se informa (sobre la base de datos de Barclays Capital), de que la retirada de los inversores en productos básicos en mayo-junio de 2011 fue la más grande desde la crisis financiera mundial de 2008, comparable a la que se produjo en el último trimestre de ese año. El Fondo Monetario Internacional (FMI, 2011b) también señala que las correcciones ocurrieron en parte cuando se deshicieron las posiciones en derivados no comerciales anteriormente acumuladas.
- 3 En 2010 China destronó a los Estados Unidos como primer consumidor de energía del mundo (BP, 2011).
- 4 El 23 de junio de 2011, los países miembros de la AIE acordaron liberar 2 millones de barriles de petróleo diarios de las reservas de emergencia

- durante un período inicial de 30 días (Nota de prensa de la AIE, “IEA makes 60 million barrels of oil available to market to offset Libyan disruption”, en http://www.iea.org/press/pressdetail.asp?PRESS_REL_ID=418).
- 5 Los cálculos se basan en cifras de la base de datos en línea del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos sobre producción, oferta y distribución, así como de la publicación USDA Feed Grains Data: Yearbook Tables.
 - 6 Sin embargo, no se sabe a ciencia cierta cuál es la situación de las existencias de algodón. Parece que, en el momento en que subían los precios, hubo casos no declarados de acaparamiento del producto.
 - 7 Esto se debe en parte a un porcentaje más bajo de asalariados en el total de la fuerza de trabajo de las economías en desarrollo, en especial en África y Asia (*TDR 2010*).
 - 8 Borio y Disyatat (2009) evalúan la utilización de políticas monetarias no convencionales durante la crisis y analizan la cuestión de las reservas bancarias excesivas como fuente de inflación. Tang y Upper (2010) investigan el desapalancamiento del sector privado no financiero en el período posterior a la crisis sistémica de la banca.
 - 9 El debate anterior a la crisis sobre la relación entre globalización e inflación todavía no se ha zanjado (véase, por ejemplo, Ball, 2006; y Borio y Filardo, 2007).
 - 10 El análisis se centra exclusivamente, como es debido, en los desequilibrios multilaterales y no en desequilibrios bilaterales concretos. Hoy por hoy, cuando han aumentado enormemente las cadenas de valor mundiales, una interpretación de los hechos comerciales basada en los valores brutos de las exportaciones e importaciones inevitablemente dará una imagen distorsionada de los desequilibrios comerciales bilaterales (véase por ejemplo Xing y Detert, 2010). El Director General de la Organización Mundial del Comercio (OMC) propuso hace poco que el “comercio de valor añadido” sería una medida más precisa del comercio mundial (OMC, 2011b; véase también OMC, 2011c).
 - 11 En el caso de los Estado Unidos, la fuerte apreciación del dólar en el momento más crítico de la crisis mundial, debida a una “escasez de dólares”, interrumpió el ajuste (véase *TDR 2010*). En el caso del Reino Unido, el riguroso programa de austeridad fiscal del país se está llevando a cabo en condiciones relativamente propicias, con el apoyo de una política monetaria acomodaticia y una depreciación de la moneda.
 - 12 En el capítulo VI del presente informe se propone un régimen multilateral de tipos de cambio administrados.

Bibliografía

- AIE (2011a). Oil Market Report. Paris, International Energy Agency, June.
- AIE (2011b). Oil Market Report. Paris, International Energy Agency, May.
- Baffes, J. y Haniotis, T. (2010). Placing the 2006/08 commodity price boom into perspective. Policy Research Working Paper 5371, World Bank, Washington, DC.
- Ball, L. M. (2006). Has globalization changed inflation? NBER Working Paper N° 12687. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research.
- Banco de Pagos Internacionales (2011). *81st Annual Report*. Basel, Bank for International Settlements, June.
- Bibow, J. (2006). The euro area drifting apart: Does reform of labor markets deliver competitive stability or competitive divergence? In: *Structural Reforms and Macro-Economic Policy*. Brussels, European Trade Union Confederation: 76-86.
- Borio, C. y Disyatat, P. (2009). Unconventional monetary policies: An appraisal. BIS Working Paper N° 292. Bank for International Settlements, Basel, November.
- Borio, C. y Filardo, A. (2007). Globalization and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation. BIS Working Paper N° 227. Bank for International Settlements, Basel.

- BP (2011). *Statistical Review of World Energy*. London, British Petroleum, June.
- Bresser-Pereira, L. C. (2008). The Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach. *Revista de Economia Política*, 28(1): 47-71.
- Calvo-Gonzales, O., Shankar, R. y Trezzi, R. (2010). Are Commodity Prices More Volatile Now? A Long-Run Perspective. Policy Research Working Paper N° 5460, World Bank, Washington, DC.
- CEPAL (2010). *Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean 2010*. Santiago, Chile, Economic Commission for Latin America and the Caribbean, December.
- CEPAL (2011). *Economic Survey of Latin America and the Caribbean 2010-2011*. Santiago, Chile, Economic Commission for Latin America and the Caribbean, July.
- Comisión Europea (2007): *Employment in Europe*. Brussels.
- DAES, Naciones Unidas (2011). *World Economic Situation and Prospects 2011* (update as of mid-2011). New York, United Nations.
- FAO (2011). *Food Outlook*. Food and Agriculture Organization of the United Nations, Rome, June.
- Flassbeck, H. (2007). Wage divergences in Euroland: Explosive in the making. In: Bibow J. and Terzi A., eds. *Euroland and the Global Economy: Global Player or Global Drag?* Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- FMI (2007a). *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.
- FMI (2007b). *World Economic Outlook*. Washington, DC, October.
- FMI (2011a). *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.
- FMI (2011b). *World Economic Outlook Update*. Washington, DC, June.
- G-20 (2009). Leaders' Statement, the Pittsburgh Summit, 24-25 September.
- G-20 (2010a). Leaders' Statement, the Toronto Summit, 26-27 June.
- G-20 (2010b). Leaders' Statement, the Seoul Summit, 11-12 November.
- G-20 (2011). Communiqué of the Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, Paris, 18-19 February.
- Ivanic M., Martin, W. y Zaman, H. (2011). Estimating the short-run poverty impacts of the 2010-11 surge in food prices. Policy Research Working Paper N° 5633, World Bank, Washington, DC.
- J. P. Morgan (2011). J. P. Morgan Global Manufacturing PMI. May 2011 Survey, 1 June.
- Jacks, D. S., O'Rourke, K. H. y Williamson, J. G. (2011). Commodity Price Volatility and World Market Integration since 1700. *Review of Economics and Statistics* (forthcoming).
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London, Macmillan.
- Koo, R. (2011). QE2 has transformed commodity markets into liquidity-driven markets. Nomura Equity Research, Tokyo, May.
- Lindenboim, J., Kennedy, D. y Graña, J. M. (2011). Share of labour compensation and aggregate demand: Discussions towards a growth strategy. UNCTAD Discussion Paper (forthcoming). Geneva.
- Lipsky, J. (2011). US Fiscal Policy and the Global Outlook. Speech at the American Economic Association Annual Meeting, Roundtable on The United States in the World Economy Denver, 8 January. Available at: www.imf.org/external/np/speeches/2011/010811.htm.
- Metals Economics Group (2011). *World Exploration Trends*. A special report from the Metals Economics Group for the Prospectors and Developers Association of Canada (PDAC) International Convention 2011, Toronto.
- OCDE (2008). *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries*. Paris.
- OCDE-FAO (2011). *Agricultural Outlook 2011-2020*. Paris and Rome.
- OIT (2011). *Global Wage Report 2010/11: Wage Policies in Times of Crisis*. Geneva.
- OMC (2011a). Report on G20 trade measures (mid-October 2010 to April 2011). Geneva.
- OMC (2011b). Lamy suggests "trade in value-added" as a better measurement of world trade. Press release, Geneva, 6 June.
- OMC (2011c). Trade patterns and global value chains in East Asia: From trade in goods to trade in tasks. Geneva.
- Organización Mundial del Turismo (2011a). *UNWTO World Tourism Barometer*, 9 (interim update), Madrid, April.
- Organización Mundial del Turismo (2011b). *UNWTO World Tourism Barometer*, 9(1), Madrid, February.
- Piketty, T. y Saez, E. (2007) Income Inequality in the United States, 1913-2002. In: Atkinson A. B. and Piketty T., eds. *Top Incomes over the Twentieth Century: A Contrast between Continental European and English-Speaking Countries*. Oxford, Oxford University Press: 141-225.
- Rodrik, D. (2011). *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*. New York, Norton.
- Sum, A., Khatiwada, I., McLaughlin, J. y Palma, S. (2011). The "Jobless and Wageless" Recovery from the Great Recession of 2007-2009. Center for Labor Market Studies, Northeastern University, Boston, MA, May.
- Tang, G. y Upper, C. (2010). Debt reduction after crises. *BIS Quarterly Review*. Basel, Bank for International Settlements, September: 25-38.
- UNCTAD (2011). *Review of Maritime Transport 2011*. Geneva (forthcoming).

- UNCTAD (*TDR 2005*). *Trade and Development Report, 2005. New features of global interdependence*. United Nations publications, Sales N° E.05.II.D.13, New York and Geneva.
- UNCTAD (*TDR 2006*). *Trade and Development Report, 2006. Global partnership and national policies for development*. United Nations publications, Sales N° E.06.II.D.6, New York and Geneva.
- UNCTAD (*TDR 2008*). *Trade and Development Report, 2008. Commodity Prices, Capital Flows and the Financing of Investment*. United Nations publications, Sales N° E.08.II.D.21, New York and Geneva.
- UNCTAD (*TDR 2010*). *Trade and Development Report, 2010. Employment, Globalization and Development*. United Nations publications, Sales N° E.10.II.D.3, New York and Geneva.
- USDA (2010). *Oilseeds: World Markets and Trade*. Washington, DC, United States Department of Agriculture, December.
- Wiesmann G. (2011). Draghi warns on global recovery. *Financial Times*, 25 May.
- Xing, Y. y Detert, N. (2010). How the iPhone widens the United States trade deficit with the People's Republic of China. ADBI Working Paper N° 257, Asian Development Bank Institute, Tokyo, December.

Capítulo II**LOS ASPECTOS FISCALES DE LA CRISIS FINANCIERA Y SU IMPACTO EN LA DEUDA PÚBLICA****A. Introducción**

La crisis financiera mundial volvió a colocar las políticas fiscales y, en términos más generales, la función del Estado, en el centro de los debates de política económica. Después de muchos años de políticas neoliberales orientadas a reducir la función del Estado en la gestión económica, los gobiernos de la mayoría de los países se vieron obligados a intervenir de forma generalizada y masiva para rescatar al sector financiero y compensar, al menos en parte, la reducción de la demanda privada. La anterior obsesión con los objetivos fiscales o el equilibrio presupuestario quedó temporalmente olvidada. No obstante, los llamamientos prácticamente unánimes en favor de una intervención pública comenzaron a dejar de oírse cuando la mayoría de los países volvieron a registrar tasas de crecimiento positivas y se centraron en el deterioro de los déficits fiscales y de la deuda pública. Menos de dos años después del colapso del gran banco de inversiones Lehman Brothers, los mercados financieros consideraron que la política fiscal de los gobiernos era más parte del problema que de la solución.

La crisis mundial ha afectado gravemente a las cuentas del sector público. Además de los planes de estímulo fiscal adoptados por decisión política, que en general consistieron en aumentar discrecionalmente el gasto público y/o rebajar

los impuestos para contrarrestar la repercusión macroeconómica de la crisis en el sector financiero, la propia crisis afectó a los saldos fiscales y a la deuda pública por distintas vías. Uno de los motivos del aumento de la deuda y el déficit públicos fue la activación de estabilizadores automáticos, en particular la disminución de los ingresos fiscales, como consecuencia del descenso de la actividad económica, y, en los países con un régimen de seguridad social muy avanzado, el aumento del gasto social, en particular de las prestaciones por desempleo.

En muchos otros países, las cuentas fiscales resultaron también muy afectadas por otros factores relacionados con la crisis. En lo que respecta a los ingresos, una caída brusca de los precios de los productos básicos redujo los ingresos públicos en los países en que dichos ingresos dependen de la exportación de productos básicos. En cuanto al gasto, la depreciación monetaria y el aumento de los diferenciales entre tipos de interés incrementaron la carga de la deuda pública, en algunos casos de manera considerable. En varios países desarrollados el aumento de la deuda pública es en gran medida consecuencia directa de la crisis debido al rescate por los gobiernos de instituciones financieras en dificultades, lo que supuso una conversión de la antigua deuda privada en deuda pública. Todos estos factores repercutieron negativamente en el

saldo fiscal sin aportar ningún estímulo económico significativo. Por tanto, es evidente que la crisis no se debió a un gasto público o un déficit del sector público excesivos, sino que más bien ella fue la causa del aumento del déficit fiscal y/o del coeficiente deuda pública/PIB en varios países.

No obstante, algunos gobiernos ya han modificado la orientación de sus políticas, pasando del estímulo fiscal al ajuste fiscal, mientras que otros piensan hacer lo propio, en un esfuerzo por mantener o recuperar la confianza de los mercados financieros, que se considera fundamental para la recuperación económica. Esta reorientación de las políticas se produce en un momento en que la actividad económica privada dista aún de haber regresado a la vía del crecimiento autosostenido, como se señala en el capítulo I. Pese a que se ha reconocido universalmente que la crisis se originó en los fallos de los mercados financieros, 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. Muchas de las instituciones financieras que actuaron irresponsablemente fueron rescatadas por los gobiernos para limitar los daños al sistema económico general. Por lo tanto, es sorprendente que, ahora que “parece que ha pasado lo peor” para esas instituciones, gran parte de la opinión pública y muchas autoridades políticas vuelvan a guiarse por el criterio de esas mismas instituciones para determinar qué constituye una gestión macroeconómica y de las finanzas públicas correcta.

En todo caso, la orientación hacia el ajuste fiscal parece prematura en muchos países en que la demanda privada aún no se ha recuperado de manera autosostenida y sigue haciendo falta el estímulo de los gobiernos para evitar un estancamiento prolongado. Un ajuste fiscal prematuro podría ser contraproducente si debilita el proceso de recuperación, dificulta el incremento de los ingresos públicos y aumenta los costos fiscales de la recesión y los rescates. Por consiguiente, al frenar el crecimiento económico, esa política no lograría reducir los déficits.

Para recomendar políticas apropiadas es fundamental determinar claramente las causas de la crisis y la evolución de la deuda pública. Si prácticamente solo se presta atención a los niveles actuales de la deuda pública se corre el riesgo de atajar más los

síntomas que las causas del problema. Y un diagnóstico equivocado no solo dejaría algunos problemas fundamentales sin resolver, sino que también haría ineficaces las políticas económicas. En el presente capítulo se examina la evolución reciente de las cuentas fiscales y la deuda pública, en los países desarrollados y en desarrollo, y su relación con la crisis. Posteriormente, el capítulo III se centra en los problemas que plantean las políticas económicas.

En este capítulo se argumenta que la reciente crisis financiera y económica mundial no se debió a políticas fiscales derrochadoras y que el aumento de la deuda pública en varios países desarrollados fue consecuencia de la Gran Recesión. El aumento del coeficiente de endeudamiento no es provocado tanto por los déficits primarios causados por políticas fiscales discrecionales como por un crecimiento del PIB más lento o incluso negativo y por crisis bancarias y monetarias. Por consiguiente, toda política encaminada a reducir la deuda pública debe evitar frenar el crecimiento del PIB; es muy difícil reducir los déficits si no hay crecimiento. Estas conclusiones contradicen la influyente “doctrina Lawson”, según la cual las crisis financieras son provocadas por un endeudamiento excesivo del sector público y la deuda del sector privado jamás plantea problemas porque es producto de decisiones óptimas en materia de ahorro e inversión¹. Por tanto, la conclusión habitual de esa doctrina, que es que las crisis de la deuda requieren siempre un recorte del gasto público, es también cuestionable.

En la sección B del presente capítulo se examina la evolución de los ingresos y gastos públicos antes, durante y después de la crisis en diferentes grupos de países. Se estudia en qué medida el ahorro (y el desahorro) público puede haber contribuido a gestar la crisis y se determina en qué forma la propia crisis ha repercutido en los resultados fiscales. La crisis afectó de manera diferente y específica a los países, que mostraron distinta capacidad y voluntad para llevar a cabo políticas anticíclicas. En dicha sección se analizan los distintos retos a que se enfrentan las principales economías desarrolladas, las economías europeas y en transición más vulnerables —muchas de las cuales solicitaron ayuda financiera del Fondo Monetario Internacional (FMI), la Unión Europea (UE) y otras fuentes— y las economías de mercado emergentes y de los países en desarrollo, en particular aquellas cuyos ingresos fiscales dependen en gran medida de los ingresos

procedentes de las exportaciones de productos básicos. También se examinan las respuestas de distintos países a esos retos.

En la sección C se estudia la evolución de la deuda pública en los países en desarrollo y desarrollados. Se muestra que, antes de que estallara la crisis en 2008, los países en desarrollo habían logrado reducir drásticamente sus coeficientes medios deuda/PIB y también habían ido alterando la composición de su deuda pública tomando más empréstitos del interior y menos del exterior. La crisis interrumpió esta tendencia pero no la invirtió por completo. En los países desarrollados, en cambio, la crisis provocó un aumento repentino de los coeficientes de endeudamiento. El hecho de que en la mayoría de los países en desarrollo el coeficiente de deuda fuera más bajo no se debía por lo general a una disminución del volumen total de la deuda pública —salvo en el caso de algunos países pobres muy endeudados que habían

obtenido una reducción de su deuda— sino al rápido crecimiento de su PIB. Durante ese mismo período, algunos países en desarrollo comenzaron a acumular grandes reservas externas, de manera que su coeficiente deuda pública externa/PIB cayó drásticamente, lo que permitió corregir anteriores desajustes monetarios en sus balances agregados. Tales amortiguadores proporcionaron el espacio fiscal y externo necesario para que muchos de esos países pudieran responder a la recesión mundial con diversas políticas anticíclicas, mientras que otros países en desarrollo, en especial los de renta baja, no disponían de un espacio fiscal similar para aplicar políticas fiscales proactivas. En esa sección también se examinan los diferentes factores que pueden provocar una crisis de la deuda. Se muestra que, en general, el déficit presupuestario primario contribuye poco al crecimiento de la deuda, y que los factores más importantes son los relacionados con los efectos en los balances y las crisis bancarias. En la sección D se exponen las conclusiones.

B. Aspectos fiscales de la crisis mundial

1. *Saldos fiscales y desequilibrios mundiales antes de la crisis*

Las crisis económicas y las cuentas fiscales guardan una estrecha relación, aunque la naturaleza de esa relación es polémica. Es evidente que con la crisis los saldos fiscales se deterioraron considerablemente en todas las regiones, pero esa correlación no revela una causalidad. En un momento en que varios gobiernos e instituciones internacionales están adoptando una política de austeridad fiscal cuya prioridad es reducir el coeficiente deuda pública/PIB, es importante examinar si esa política ataca la raíz del problema o si se limita a tratar los síntomas y olvida la causa de la enfermedad asumiendo que esta ya ha sido

curada (Aglietta, 2011:47). En otras palabras, es preciso determinar si los desequilibrios fiscales fueron una de las principales causas de la crisis al provocar un sobreendeudamiento o hacer aumentar los desequilibrios mundiales o si, en general, los déficits fiscales fueron más la consecuencia que la causa de la crisis.

Un estudio de varios países de importancia sistémica (incluidos países desarrollados y economías de mercado emergentes) muestra que la evolución del ahorro público² no es el factor que más contribuye a los desequilibrios externos. En los Estados Unidos, la balanza por cuenta corriente empeoró progresivamente desde el equilibrio registrado en 1991 hasta mostrar un déficit del 6% del PIB en 2006, en la etapa previa a la crisis (gráfico 2.1).

Gráfico 2.1

FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL, BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y AHORRO NACIONAL EN DETERMINADOS PAÍSES, 1990-2010

(Porcentaje del PIB actual)

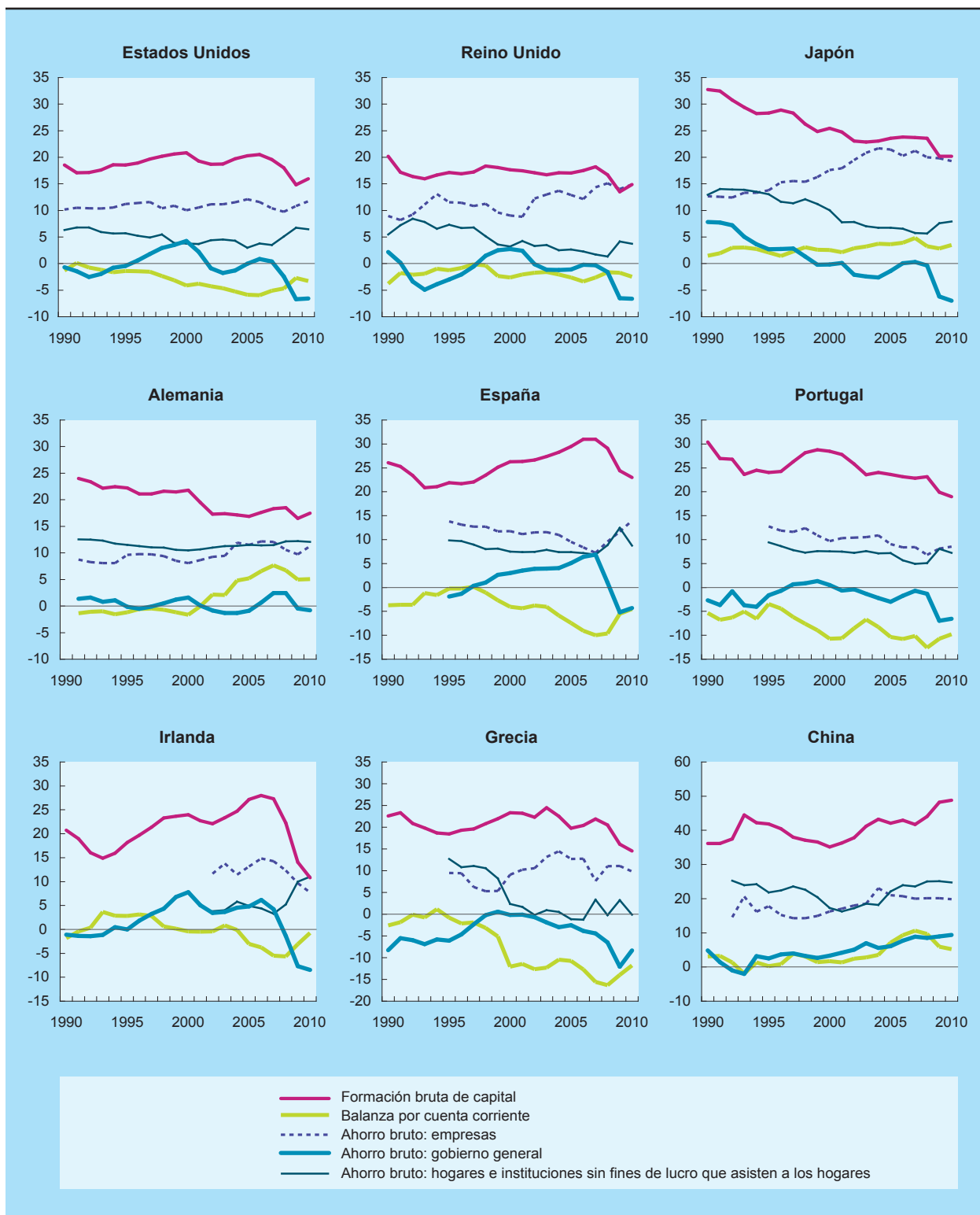
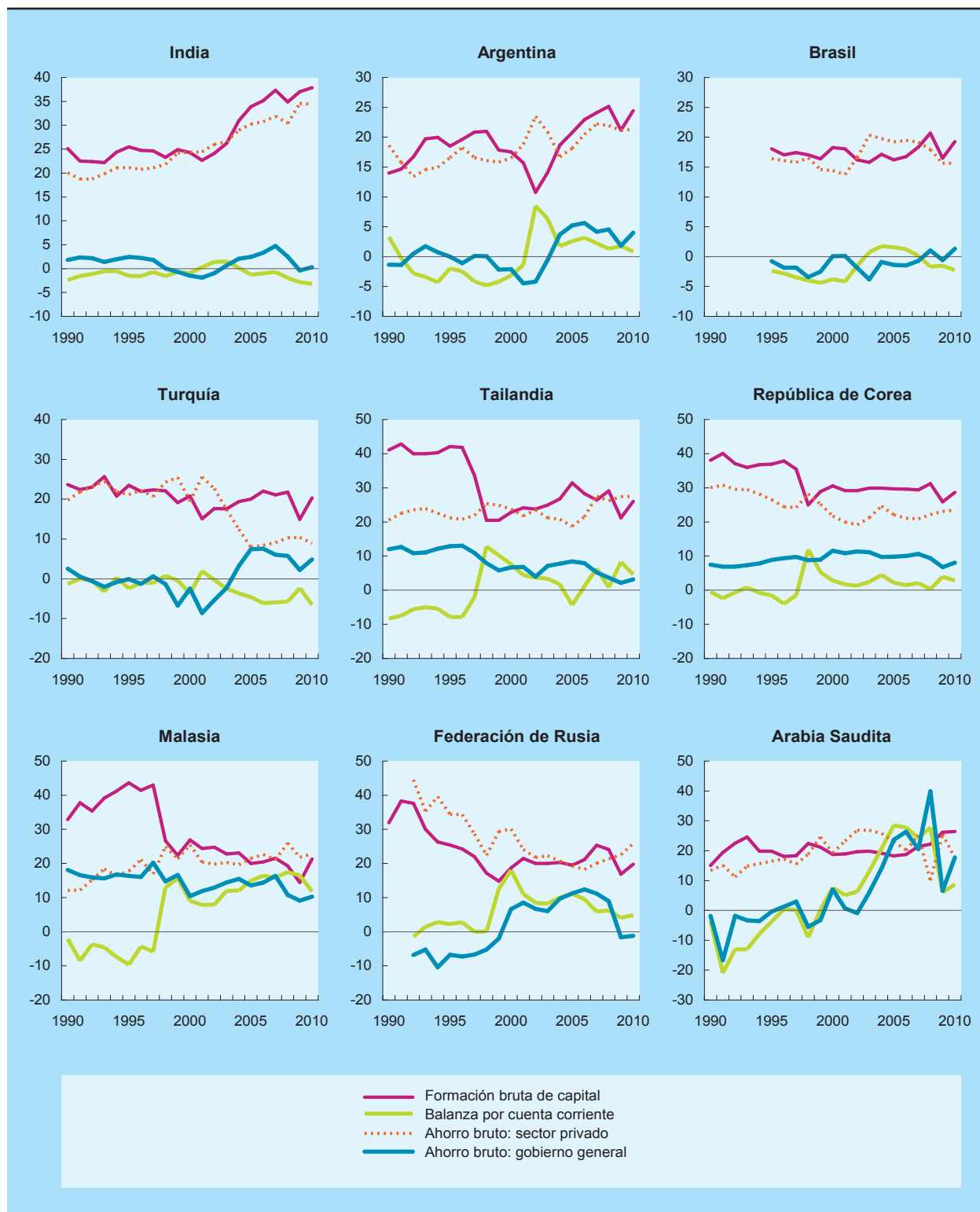


Gráfico 2.1 (conclusión)

**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL, BALANZA POR CUENTA CORRIENTE
Y AHORRO NACIONAL EN DETERMINADOS PAÍSES, 1990-2010**

(Porcentaje del PIB actual)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de la Comisión Europea, base de datos AMECO; FMI, base de datos World Economic Outlook; y fuentes nacionales.

El ahorro público difícilmente puede explicar esta tendencia: primero aumentó de forma significativa entre 1992 y 2000, gracias al fuerte crecimiento del PIB y los ingresos fiscales, así como a lo que entonces se denominó el “dividendo de la paz”; posteriormente disminuyó debido a la ralentización del crecimiento y a cambios de políticas que redujeron los impuestos y aumentaron el gasto militar, pero ese cambio no tuvo efectos perceptibles en la cuenta corriente. La disminución progresiva del ahorro de los hogares explicaría mejor el aumento del déficit por cuenta corriente, aunque no puede haber sido la única causa, como se ve más adelante en el caso del Japón. En cambio, lo más probable es que los déficits comerciales y por cuenta corriente se debieran a una combinación de aumento del consumo —basado en un endeudamiento privado cada vez mayor (que reduce las tasas de ahorro de los hogares)— y pérdida de competitividad industrial. No obstante, el descenso del ahorro de los hogares no fue un factor tan importante como el hecho de que se consumieran más productos importados que de producción nacional, que frenó el aumento de la renta nacional, los beneficios empresariales y los ingresos fiscales de los gobiernos de los estados y el gobierno federal (*TDR 2006*, cap. I).

Otra importante economía desarrollada, el Japón, ha registrado cada año a lo largo de los tres últimos decenios un superávit por cuenta corriente, que ha aumentado desde el 1,5% del PIB en 1990 hasta el 4,8% en 2007 (gráfico 2.1). Durante ese período, el ahorro público cayó 8 puntos porcentuales del PIB y el ahorro de los hogares experimentó la misma disminución. Así pues, es evidente que el superávit por cuenta corriente del país no se debía a que el Gobierno o los hogares hubieran decidido ahorrar más. Del mismo modo, en Alemania, el paso a principios del decenio de 2000 de un déficit a un gran superávit en su cuenta externa coincidió con una reducción de la tasa de ahorro público, permaneciendo estable la de los hogares. Por lo tanto, los grandes excedentes comerciales de estas dos economías no se deben a un ahorro anterior por parte de los hogares o los gobiernos, sino a la especialización estratégica y la competitividad de sus economías. Estos superávits han seguido aumentando en los últimos años gracias a una combinación de aumento de la productividad

y contención salarial y concuerdan con el aumento posterior de los beneficios empresariales, que a su vez han provocado un incremento del ahorro de las empresas.

En 2005 el Gobierno alemán inició un ajuste fiscal y logró generar ahorro positivo. Dado que ni el Gobierno ni el sector empresarial tenían necesidades de financiación netas, los bancos alemanes aumentaron sus préstamos al exterior, en particular a prestatarios de otros países europeos con problemas de competitividad. Ello hizo que aumentaran los déficits por cuenta corriente de muchos de esos países y, en contrapartida, que creciera el superávit comercial de Alemania (Koo, 2010).

Incluso en los países europeos que tienen en la actualidad una deuda pública significativa, algunos de los cuales necesitan ayuda financiera masiva para no incurrir en impago, por lo general los desequilibrios externos no han guardado relación alguna con el ahorro público. En Hungría, Italia y Portugal, por ejemplo, la balanza por cuenta corriente se deterioró entre 1995 y 2007-2008, mientras que el ahorro público permaneció bastante estable, situándose por término medio entre un 0% y un -1% del PIB. En ese mismo período, los déficits por cuenta corriente aumentaron enormemente en Bulgaria, España, Estonia, Letonia, Lituania y Rumania, cuyo coeficiente en relación con el PIB alcanzó niveles de dos dígitos. No obstante, el ahorro público fue positivo en todos esos países y siguió subiendo en la mayoría de ellos. Únicamente Grecia registró un deterioro simultáneo de la balanza

Pocos países tenían grandes déficits fiscales antes de la crisis...

por cuenta corriente y el ahorro público a partir de 2000; pero incluso en ese caso el déficit exterior no pudo haber sido causado únicamente por el desahorro público. Lo que todos estos países tienen en común es una pérdida de competitividad

durante casi todo el primer decenio del presente siglo. Ello se debió en parte a las entradas de capital atraído por los diferenciales de los tipos de interés, combinadas con la percepción de que esos países presentaban un bajo riesgo cambiario (en algunos casos por su pertenencia al Eurosistema) y de que sus mercados de valores e inmobiliarios ofrecían oportunidades de obtener rápidas ganancias. Esas entradas de capital impulsaron la aparición de

burbujas especulativas y dieron lugar a una apreciación real de la moneda en los países receptores. Dado que en la eurozona no puede utilizarse el tipo de cambio nominal como instrumento de regulación monetaria, los tipos de cambio reales comenzaron a desviarse a causa de las diferencias entre las tasas de inflación y los costos laborales unitarios de los distintos países: entre 2000 y 2006-2007, los costos laborales unitarios aumentaron entre un 5% y un 15% en Grecia, Irlanda, Italia y Portugal, mientras que en Alemania, la economía más importante de la eurozona y el principal socio comercial de la mayoría de los demás miembros, descendieron un 13% (Comisión Europea, 2011).

Además, el fácil acceso al crédito —asociado a la desregulación financiera y las entradas de capital— provocó una caída del ahorro de los hogares. En Bulgaria, Grecia, Rumania y los Estados Bálticos ese ahorro llegó incluso a ser negativo. A causa de la apreciación real de sus monedas, el aumento de la demanda interna provocó la subida de los déficits por cuenta corriente. Los efectos de ese aumento desequilibrado del ahorro empresarial y público han sido ambiguos: por una parte, el crecimiento económico incrementó los ingresos y el ahorro de algunos países y empresas; por otra, el fácil acceso al crédito puede haber relajado la disciplina fiscal (por ejemplo, en Grecia) y la pérdida de competitividad haber repercutido en los beneficios y el ahorro de las empresas. Así ocurrió probablemente en España, Italia y Portugal, donde disminuyó el ahorro empresarial.

En resumen, los desequilibrios externos de los países indicados anteriormente no se debieron al desahorro público, primero porque en varios países el ahorro público era positivo antes de la crisis, y segundo porque el ahorro público (y empresarial) se comportó básicamente como una variable endógena. Los factores que más contribuyeron al deterioro de su cuenta corriente fueron la pérdida de competitividad internacional de sus empresas nacionales y la disminución del ahorro de los hogares, estando ambos factores asociados a las entradas masivas de capital y a la desregulación financiera que estimuló el gasto de los hogares financiado con créditos y dio lugar a una apreciación real de sus monedas.

Estas experiencias reproducen en gran medida las de muchos países latinoamericanos y asiáticos que sufrieron crisis financieras entre 1982 y 2002.

En todos esos países la variación del tipo de cambio real fue uno de los factores que más contribuyó a las crisis, así como a la recuperación. En la Argentina, el Brasil, Chile, México y el Uruguay, las políticas antiinflacionistas se basaron en anclajes cambiarios que acabaron provocando una apreciación real de la moneda y una pérdida de competitividad y, por consiguiente, una disminución de los beneficios empresariales y del crecimiento de la producción. Mientras recibieron capital atraído por los diferenciales de los tipos de interés y por un seguro implícito contra el riesgo cambiario, esos países pudieron financiar los déficits por cuenta corriente resultantes. Las entradas de capital no se destinaban principalmente a aumentar la inversión fija, sino a financiar el consumo privado y el servicio de la deuda pública. Por tanto, el ahorro externo provocó una caída del ahorro interno tanto de los hogares como de las empresas (debido a la reducción de los beneficios). El ahorro público también registró una tendencia a la baja, llegando incluso a ser negativo en la Argentina y el Brasil, debido a la ralentización del crecimiento, que redujo los ingresos fiscales, y al aumento del costo de la deuda pública, ya que las autoridades monetarias trataron de preservar la paridad fija de sus monedas aumentando los tipos de interés nacionales.

La situación cambió drásticamente con las bruscas devaluaciones monetarias que tuvieron lugar en México en 1994-1995, en el Brasil en 1999 y en la Argentina en 2002. En la Argentina, la cuenta corriente pasó del déficit a registrar un enorme superávit en un solo año, debido en parte a la devaluación y en parte a la grave contracción económica (gráfico 2.1). El crecimiento del ahorro privado en 2002 fue particularmente sorprendente, ya que concurrían casi todos los factores imaginables para desincentivar tal ahorro: congelación de los depósitos bancarios, impago de la deuda, tasas reales de interés negativas y profunda depresión. Pese a ello, los beneficios de las empresas del sector de los bienes y servicios comerciables aumentaron muy rápidamente y, en consecuencia, también lo hizo el ahorro empresarial en respuesta a la nueva estructura de los precios relativos. Cuando posteriormente la economía real se recuperó registrando elevadas tasas de crecimiento, los hogares y los países generaron un ahorro significativo gracias al aumento de los ingresos y la tasa de inversión se duplicó con creces gracias a la financiación procedente de fuentes internas. México también redujo rápidamente su

déficit por cuenta corriente, aunque no lo convirtió en superávit, y el ahorro empresarial también creció gracias a la devaluación de la moneda. En los años posteriores el ahorro privado, tanto de los hogares como del sector empresarial, siguió siendo elevado.

En el Brasil, la balanza por cuenta corriente mejoró tras la crisis y la devaluación de 1999, pero volvió a registrar un déficit durante la última fase del período de auge de 2003 a 2008, cuando los elevados tipos de interés y las consiguientes entradas de capital dieron lugar a una nueva apreciación de la moneda (gráfico 2.1). Del mismo modo, pero a unas tasas menos espectaculares, el crecimiento de la producción y la inversión propició un aumento del ahorro privado y público. Sin embargo, la mejora de las cuentas fiscales se vio limitada por los cuantiosos pagos de intereses de la deuda pública. De hecho, aunque el Gobierno generó un considerable superávit primario cercano al 3% del PIB entre 2005 y 2010, siguió registrando un déficit general (es decir, incluidos los pagos de intereses netos) de una magnitud similar. El déficit fiscal del Brasil fue claramente consecuencia de los altos tipos de interés, y no su causa, como sugieren algunos autores (por ejemplo, Bacha, 2011; Lara Resende, 2011).

Entre los países asiáticos, China y la India registraron un fuerte aumento de las tasas de inversión y el ahorro nacional en el decenio de 2000. En China, el ahorro público ha representado alrededor de un 9% del PIB en los últimos años, mientras que el ahorro privado creció hasta superar el 44% del PIB en el período 2006-2010, con mucho la mayor tasa de ahorro privado de los países del G-20. El superávit por cuenta corriente aumentó considerablemente hasta 2007 pero, una vez más, sería un error concluir que ese ahorro ha sido la causa del gran superávit por cuenta corriente de China. Lo más probable es que el superávit haya sido resultado de un proceso endógeno en el que el rápido aumento de los ingresos, impulsado por importantes inversiones y exportaciones, estimuló el ahorro público y privado.

A diferencia de China, la India prácticamente ha mantenido el equilibrio de su balanza por cuenta corriente en los dos últimos decenios. Incluso viene

registrando un pequeño déficit de alrededor del 2% desde 2008. En este caso, el importante crecimiento de la tasa de inversión se debió al aumento del ahorro interno. Por tanto, los desequilibrios externos de la India no fueron causados por el desahorro interno y, dado que fueron bastante pequeños, no tuvieron grandes repercusiones a nivel mundial.

El comportamiento de varios países del Asia Sudoriental difiere del de estos dos grandes países en desarrollo asiáticos. En la mayoría de los países de la región, como Filipinas, Indonesia, Malasia, la República de Corea y Tailandia, la crisis de 1997-1998 modificó claramente sus pautas de inversión. En algunos de ellos, el fuerte ajuste de las balanzas por cuenta corriente a raíz de la crisis asiática coincidió con una caída de las inversiones (gráfico 2.1). Incluso después de esa crisis, las tasas de inversión no volvieron nunca a los niveles registrados antes de la crisis. La evolución del ahorro público antes de esa crisis tuvo poco que ver con su estallido. Más recientemente, entre 2008 y 2009, se aumentó el gasto público para tratar de compensar la disminución de la demanda privada, que impulsó el ahorro privado.

En los principales países exportadores de petróleo y minerales, la balanza exterior y el saldo presupuestario público dependen enormemente de los ingresos de exportación. Por consiguiente, ambas variables tienden a seguir de cerca la evolución de los precios de exportación: el aumento de los precios provoca simultáneamente superávits fiscales y por cuenta corriente, o “ahorro externo negativo”, y viceversa. En consecuencia, en países como la Arabia Saudita, Argelia, Azerbaiyán, Bolivia, la Federación de Rusia, el Gabón y Kuwait, hay una fuerte correlación negativa entre el ahorro público y el ahorro externo. Dado que el ahorro privado se ve influenciado positivamente por la actividad económica, que suele acelerarse cuando los precios son elevados y las cuentas corrientes registran un superávit, ese ahorro también tiende a guardar una correlación negativa con el ahorro externo. No obstante, esta contraposición entre ahorro interno y externo no significa que haya una relación causal entre ambos; por ejemplo, los superávits por cuenta corriente de los últimos años no han sido el producto de la decisión de los residentes de ahorrar más.

... esos déficits fueron más la consecuencia que la causa de la crisis.

Estos ejemplos hacen pensar que tanto el ahorro público como el privado son principalmente variables endógenas que vienen determinadas por varios factores internos y externos. El factor más importante es la competitividad internacional de los productores nacionales, que se deriva de la productividad y de los precios relativos, y determina en gran medida la balanza por cuenta corriente o, dicho de otro modo, el “ahorro externo”. Si bien hay necesariamente una relación entre el ahorro nacional, el ahorro externo y la inversión —los elementos de una identidad contable nacional— la causalidad puede ir en distintas direcciones. En la mayoría de los países examinados, los desequilibrios por cuenta corriente no se debieron a una modificación del ahorro público. O bien la causalidad fue en sentido contrario, o bien otros factores (como la competitividad internacional y/o los precios de los productos básicos) determinaron los desequilibrios por cuenta corriente y fiscales. En muchos de esos países la principal contrapartida de los déficits externos fue la disminución del ahorro de los hogares, asociada al aumento del crédito y a la formación de burbujas especulativas.

Cuando estalló la crisis dejaron de concederse nuevos créditos en la mayoría de las economías desarrolladas y los hogares se vieron obligados a ajustar el gasto para pagar su deuda. Entre 2007 y 2009, el ahorro privado aumentó entre 2 y 3,5 puntos porcentuales del PIB en los Estados Unidos, el Japón, Portugal y el Reino Unido, y entre 5 y 10 puntos porcentuales en España, los Estados Bálticos e Irlanda (gráfico 2.1). El ahorro público descendió considerablemente en esos países, en parte por los efectos de los estabilizadores automáticos y en parte por el aumento discrecional del gasto público al tratar los gobiernos de compensar la disminución de la demanda privada. Los saldos fiscales pasaron en gran medida a registrar déficits, pero ello fue más una consecuencia que una causa de la crisis.

2. La evolución de las cuentas fiscales y los efectos de la crisis

Mientras que en la sección anterior se examinaba la evolución de los saldos fiscales y su posible vinculación con los desequilibrios nacionales y mundiales, en la presente sección se estudia la evolución reciente de los ingresos y gastos fiscales

y de qué forma influyeron en el margen de maniobra de los países para responder a la crisis. También se examinan los efectos de la crisis en las cuentas fiscales, a causa de los cambios “automáticos” en los ingresos y gastos, y la respuesta de los países mediante medidas proactivas como los planes de estímulo.

Entre 2002 y 2007-2008, los saldos fiscales mejoraron significativamente en muchos países, aunque algunos gobiernos siguieron registrando déficits relativamente elevados. Justo antes de que estallara la crisis, tenían cuentas fiscales equilibradas, por término medio, los países del Asia Oriental, Meridional y Sudoriental y de América Latina; y en África, las economías en transición y el Asia Occidental los gobiernos registraban considerables superávits. En las economías desarrolladas, los déficits fiscales se habían reducido en promedio a menos de un 1,5% del PIB. No obstante, la crisis hizo que las cuentas fiscales pasaran a ser deficitarias en todas las regiones (gráfico 2.2).

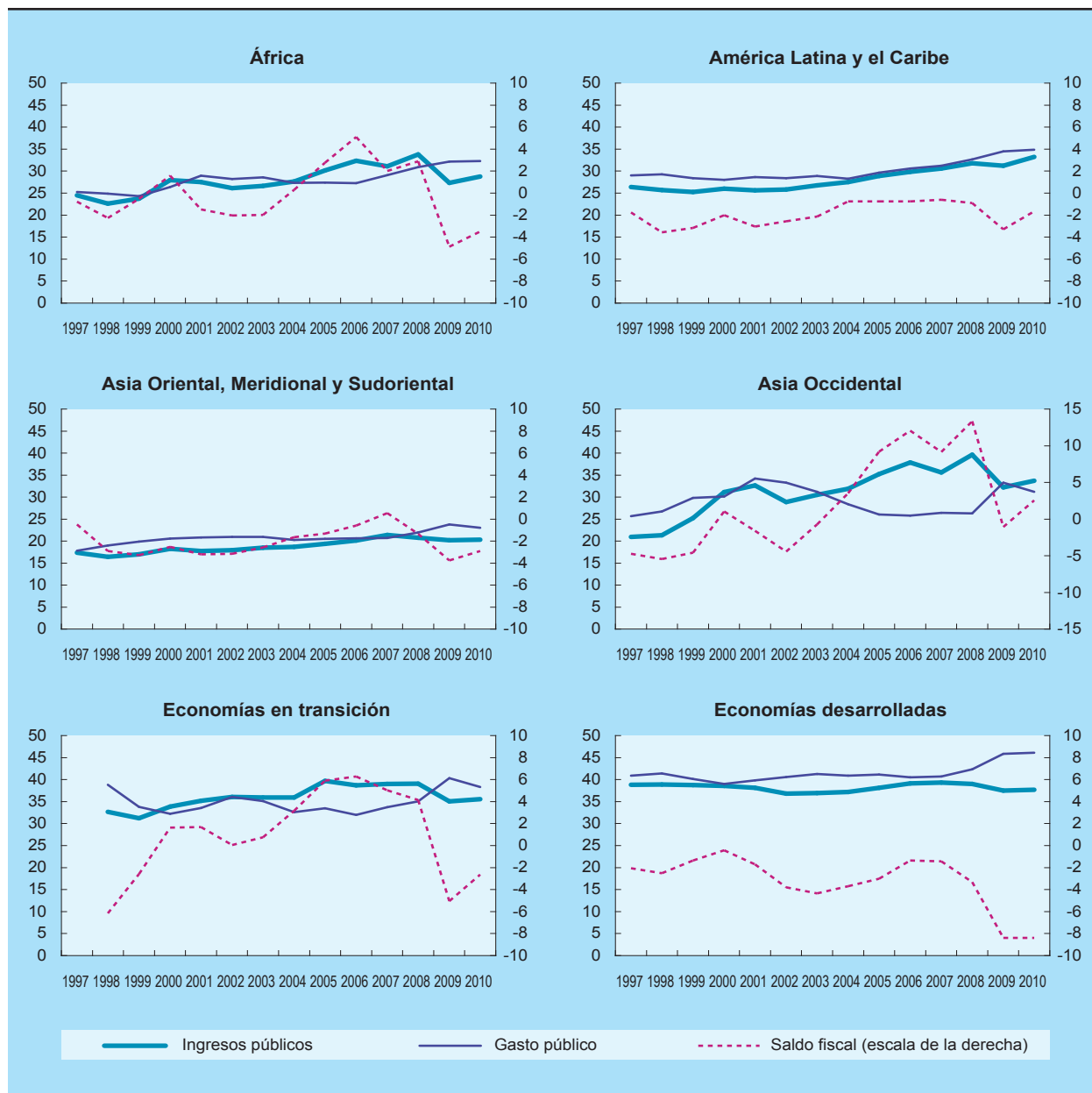
En general, la mejora de los saldos fiscales durante los años anteriores a la crisis no se debió a políticas fiscales restrictivas y recortes del gasto; en la mayoría de los países aumentaron tanto los ingresos como los gastos públicos, aunque a diferente ritmo. Salvo en los países desarrollados, en que se mantuvieron estables en relación con el PIB, los ingresos públicos aumentaron significativamente en todas las regiones a partir de 2002-2003. Ello fue posible gracias a la aceleración generalizada del crecimiento y al aumento de los ingresos procedentes de las exportaciones de productos básicos. Este aumento no obedeció únicamente a la subida de los precios, sino también a los cambios en la distribución de las rentas procedentes de recursos naturales, una mayor proporción de las cuales quedó en manos de los gobiernos de algunos de los países productores. En África, las economías en transición, el Asia Oriental, Meridional y Sudoriental y América Latina también aumentaron el coeficiente de gasto, en muchos casos desde niveles relativamente bajos (cuadro 2.1).

Los países del Asia Occidental parecen haber seguido una evolución distinta. Entre 2001 y 2008, el gasto público como porcentaje del PIB disminuyó considerablemente, en especial en la Arabia

Gráfico 2.2

INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS Y SALDO FISCAL DE DETERMINADAS REGIONES, 1997-2010

(Porcentaje del PIB actual, promedio ponderado)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de Comisión Europea, base de datos AMECO; OCDE, base de datos *Economic Outlook*; CEPAL, *CEPALSTAT*; FMI, base de datos *World Economic Outlook*; y fuentes nacionales.

Nota: **África** no incluye Botswana, Burkina Faso, Cabo Verde, Guinea Ecuatorial, Lesotho, Liberia, Madagascar, Mauritania, Mayotte, la República Centroafricana, el Sahara Occidental, Santa Helena, Seychelles, Somalia y Zimbabue. **Asia Occidental** no incluye el Iraq, el Territorio Palestino Ocupado y el Yemen. **Asia Oriental, Meridional y Sudoriental** incluye China, China (RAE de Hong Kong), Filipinas, la India, Indonesia, Malasia, Nepal, la Provincia china de Taiwán, la República de Corea, la República Islámica del Irán, Singapur, Sri Lanka, Tailandia y Viet Nam (los datos sobre China se refieren a los ingresos y gastos presupuestarios, no incluyen los fondos extrapresupuestarios ni de la seguridad social). **Las economías en transición** no incluyen Croacia ni Montenegro, pero sí Mongolia. **América Latina** incluye la Argentina, Bolivia, el Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, El Salvador, México, Nicaragua, el Perú, la República Bolivariana de Venezuela y el Uruguay. **Las economías desarrolladas** incluyen Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, el Canadá, Chipre, Dinamarca, Eslovaquia, España, los Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, el Japón, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Noruega, los Países Bajos, Polonia, Portugal, el Reino Unido, la República Checa, Rumania, Suecia y Suiza.

Cuadro 2.1

EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES FISCALES EN DETERMINADAS REGIONES, 1997-2010

(Porcentaje del PIB actual)^a

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Economías desarrolladas														
Economías desarrolladas	38,8	38,9	38,8	38,5	38,1	36,8	36,9	37,2	38,1	39,1	39,3	39,0	37,5	37,7
Ingresos totales y donaciones	37,6	37,8	37,7	37,4	36,9	35,6	35,7	35,9	36,9	37,8	38,1	37,7	36,1	36,6
Ingresos corrientes	33,4	33,6	33,5	33,2	32,7	31,4	31,6	31,8	32,6	33,4	33,6	33,1	31,2	31,5
Ingresos tributarios	5,4	5,3	5,3	5,3	5,4	5,4	5,3	5,5	5,5	5,8	5,7	6,0	6,3	6,2
Ingresos no tributarios ^b	40,9	41,4	40,1	39,0	39,8	40,6	41,3	40,9	41,1	40,5	40,7	42,3	45,9	46,1
Gastos totales	36,4	36,1	35,6	34,8	35,3	36,1	36,9	36,7	36,7	36,5	36,7	37,9	40,9	41,1
Gastos corrientes	4,4	4,2	3,8	3,6	3,4	3,1	2,8	2,7	2,7	2,7	2,8	2,7	2,6	2,7
Pagos de intereses	4,4	5,3	4,5	4,2	4,5	4,4	4,4	4,2	4,4	4,0	4,1	4,5	5,0	5,0
Gastos de capital	2,3	1,7	2,4	3,2	1,7	-0,7	-1,5	-1,0	-0,3	1,3	1,3	-0,6	-5,8	-5,7
Saldo primario	-2,1	-2,5	-1,3	-0,4	-1,7	-3,8	-4,3	-3,7	-3,0	-1,4	-1,4	-3,3	-8,4	-8,4
Saldo global														
Ingresos totales y donaciones	24,5	22,6	23,8	28,0	27,5	26,1	26,6	27,7	30,1	32,4	31,1	33,8	27,3	28,8
Ingresos tributarios	17,6	16,6	18,1	19,5	18,9	17,2	17,8	18,3	19,6	19,9	19,8	21,0	19,0	19,0
Ingresos no tributarios ^b	6,9	6,0	5,6	8,5	8,6	9,0	8,8	9,3	10,6	12,4	11,3	12,8	8,3	9,8
Gastos totales	25,3	24,9	24,3	26,4	29,0	28,2	28,6	27,3	27,4	27,2	29,1	30,9	32,2	32,3
Gastos corrientes	19,5	19,3	18,8	21,4	22,9	22,3	23,2	21,9	21,7	21,0	21,6	22,5	24,0	24,6
Pagos de intereses	3,0	3,0	3,0	3,8	3,6	3,3	3,5	2,8	2,6	2,2	2,1	1,8	1,9	2,1
Gastos de capital	5,7	5,5	5,4	4,9	6,0	5,5	5,0	5,2	5,6	6,1	7,2	8,2	8,1	7,6
Saldo primario	2,1	0,4	2,2	5,3	1,9	1,1	1,3	2,9	5,3	7,2	3,7	4,4	-3,3	-1,7
Saldo global	-0,8	-2,3	-0,5	1,6	-1,5	-2,0	-2,0	0,3	2,8	5,1	2,0	2,9	-4,9	-3,5
América Latina														
Ingresos totales y donaciones	26,4	25,7	25,2	26,0	25,6	25,8	26,8	27,5	28,9	29,8	30,6	31,8	31,2	33,2
Ingresos tributarios	18,8	19,1	18,4	18,2	18,1	18,0	18,4	18,9	20,0	20,6	21,3	21,7	21,9	23,5
Ingresos no tributarios ^b	7,2	6,4	6,7	7,8	7,5	7,8	8,3	8,6	8,8	9,2	9,1	10,0	9,2	9,7
Gastos totales	29,0	29,3	28,4	28,0	28,6	28,4	28,9	28,2	29,6	30,6	31,2	32,7	34,5	34,9
Gastos corrientes	26,5	25,8	25,3	25,1	25,5	25,0	25,9	24,9	26,2	27,0	27,4	28,5	29,9	29,8
Pagos de intereses	3,2	4,1	4,4	3,9	4,0	4,0	4,6	3,8	4,0	3,7	3,4	3,4	3,4	2,7
Gastos de capital	2,5	3,4	3,1	2,9	3,1	3,3	3,0	3,3	3,4	3,6	3,8	4,2	4,6	5,0
Saldo primario	1,3	0,5	1,3	1,9	1,0	1,4	2,4	3,0	3,2	3,0	2,9	2,5	0,1	1,1
Saldo global	-1,8	-3,6	-3,2	-2,0	-3,0	-2,6	-2,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,6	-0,9	-3,3	-1,7
Asia Oriental, Meridional y Sudoriental														
Ingresos totales y donaciones	17,3	16,4	17,0	18,2	17,8	17,9	18,5	18,7	19,4	20,1	21,4	20,7	20,2	20,3
Ingresos tributarios	13,0	12,6	12,9	13,7	13,6	13,8	14,1	14,4	14,9	15,4	16,3	16,3	16,0	16,5
Ingresos no tributarios ^b	4,4	3,8	4,1	4,6	4,2	4,1	4,4	4,3	4,5	4,8	5,1	4,4	4,2	3,8
Gastos totales	17,8	19,0	19,9	20,6	20,8	20,9	21,0	20,3	20,5	20,6	20,7	21,9	23,8	23,0
Gastos corrientes	13,3	14,5	15,3	16,2	16,5	16,6	16,4	16,1	16,3	16,3	16,3	17,4	18,9	18,3
Pagos de intereses	1,9	2,1	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,0	1,8	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
Gastos de capital	4,6	4,7	4,8	4,4	4,4	4,4	4,5	4,2	4,3	4,4	4,4	4,6	5,0	4,8
Saldo primario	1,4	-0,4	-0,5	0,0	-0,7	-0,7	-0,3	0,3	0,7	1,3	2,3	0,4	-2,1	-1,2
Saldo global	-0,5	-2,6	-2,9	-2,3	-3,1	-3,0	-2,5	-1,6	-1,1	-0,5	0,7	-1,2	-3,6	-2,7
Asia Occidental														
Ingresos totales y donaciones	20,9	21,3	25,2	31,2	32,6	28,9	30,5	31,9	35,2	37,9	35,6	39,6	32,2	33,7
Ingresos tributarios	10,6	11,6	7,9	7,2	7,4	8,0	8,9	8,4	8,2	8,7	9,1	8,6	9,3	9,5
Ingresos no tributarios ^b	10,3	9,7	17,4	23,9	25,2	20,9	21,6	23,5	27,0	29,2	26,5	31,0	22,9	24,2
Gastos totales	25,7	26,8	29,8	30,1	34,2	33,3	31,2	28,3	26,0	25,8	26,4	26,3	33,3	31,2
Gastos corrientes	22,8	24,3	27,0	27,3	30,6	29,5	27,7	25,2	22,6	22,1	21,8	21,8	27,0	25,1
Pagos de intereses	5,4	7,7	6,3	7,0	7,8	7,1	6,5	5,2	3,7	3,2	3,0	2,5	2,8	2,3
Gastos de capital	2,8	2,5	2,8	2,8	3,6	3,7	3,5	3,1	3,4	3,6	4,6	4,4	6,3	6,0
Saldo primario	0,7	2,3	1,7	8,0	6,2	2,6	5,8	8,7	12,9	15,3	12,1	15,9	1,7	4,8
Saldo global	-4,7	-5,4	-4,6	1,0	-1,6	-4,4	-0,7	3,5	9,2	12,1	9,2	13,3	-1,1	2,5
Economías en transición														
Ingresos totales y donaciones						36,1	35,9	35,9	39,7	38,7	39,0	39,1	35,0	35,6
Ingresos tributarios						25,1	24,7	25,2	29,8	29,3	29,7	29,4	24,6	26,2
Ingresos no tributarios ^b						10,9	11,2	10,7	9,9	9,4	9,3	9,7	10,4	9,4
Gastos totales						36,1	35,1	32,6	33,5	32,0	33,7	35,1	40,3	38,3
Gastos corrientes						28,0	28,5	25,6	28,7	25,9	27,9	28,8	34,1	32,1
Pagos de intereses						1,9	1,5	1,1	0,9	0,7	0,6	0,5	0,7	0,7
Gastos de capital						8,1	6,7	7,1	4,8	6,1	5,9	6,3	6,3	6,2
Saldo primario						1,9	2,3	4,4	7,1	7,4	5,8	4,5	-4,7	-2,1
Saldo global						0,0	0,8	3,3	6,3	6,7	5,3	4,0	-5,3	-2,7

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de Comisión Europea, base de datos AMECO; OCDE, base de datos *Economic Outlook*; CEPAL, *CEPALSTAT*; FMI, base de datos *World Economic Outlook*; y fuentes nacionales.

Nota: Véase la composición de los grupos de países en el gráfico 2.2.

a Datos correspondientes al gobierno general, excepto en el caso de la Argentina, Bolivia, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, El Salvador, México, Nicaragua, la República Bolivariana de Venezuela y el Uruguay, en que los indicadores se refieren al sector público no financiero.

b Incluye los ingresos de capital.

Saudita, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait y Turquía. Sin embargo, ello no indica una reducción del gasto público en términos absolutos; el coeficiente de gasto disminuyó principalmente porque el PIB a precios corrientes aumentó muy rápidamente en los principales países exportadores de petróleo debido a la subida de los precios de ese producto. Además, la disminución de los pagos de intereses de la deuda pública contribuyó en gran medida a reducir el gasto público: en Turquía cayó de un 22,4% del PIB en 2001 a un 4,4% en 2010, debido a un descenso significativo de los coeficientes de deuda pública y a una caída aún más impresionante de los tipos de interés nacionales. La reducción de los pagos de intereses también fue considerable en la Arabia Saudita, Jordania, Kuwait, el Líbano y Qatar (disminuyendo casi un 8% del PIB a principios del decenio de 2000 a solo un 2,3% en 2010).

El descenso de la proporción del gasto público correspondiente al pago de intereses ha sido generalizado (cuadro 2.1) debido a la reducción de los coeficientes de deuda pública de la mayoría de las economías en desarrollo y emergentes (como se verá más adelante en la próxima sección), así como al descenso de los tipos de interés reales en la mayoría de los países. En África, América Latina y el Asia Oriental, Meridional y Sudoriental, los pagos de intereses cayeron entre 1 y 2 puntos porcentuales entre 1998-2000 y 2008-2010.

En las economías en transición se registró una reducción similar entre 2002 y 2008-2010. En todas esas regiones, la disminución de los pagos de intereses fue aún mayor en relación con los ingresos fiscales. Durante ese mismo período, la proporción de ingresos fiscales destinada al pago de intereses cayó de un 14% a un 7% en África, de un 16% a un 8% en América Latina, de un 16% a un 12% en el Asia Oriental y Meridional y de un 25% a un 7% en el Asia Occidental. Ello permitió reasignar a usos más

Muchas economías en desarrollo habían mejorado sus saldos fiscales antes de la crisis aumentando los ingresos y gastos, lo que amplió su espacio de políticas.

En 2008 y 2009, el gasto público se disparó en todas las regiones, mientras que los ingresos públicos disminuyeron, en especial en las economías desarrolladas y los países exportadores de productos básicos.

productivos una proporción significativa de los recursos tributarios destinados al servicio de la deuda. De hecho, en las regiones en desarrollo aumentaron significativamente las transferencias sociales y los gastos de capital. Solo los gastos de capital aumentaron entre 2 y 3 puntos porcentuales del PIB entre 2000 y 2010 (cuadro 2.1). Por tanto, no solo aumentó el tamaño de las finanzas del sector público (medido como la proporción del PIB correspondiente a los ingresos o gastos públicos), sino también su contribución a la formación de capital y la mejora de la distribución de la renta.

Esos ajustes expansivos de los saldos fiscales, con aumentos de los ingresos y del gasto primario, supuso un cambio estructural para muchas economías en desarrollo y en transición

y contribuyó a aumentar su espacio de políticas, al que pudieron recurrir cuando fueron golpeadas por la crisis financiera. Casi desde el principio de la crisis hubo entre las principales economías un consenso generalizado en que era necesario adoptar medidas fiscales para sacar a las economías de la recesión. En 2008 y 2009, la proporción del PIB correspondiente al gasto público se disparó en todas las regiones, mientras que los ingresos públicos disminuyeron, aunque en distinta medida: abruptamente en las regiones muy dependientes de las exportaciones de productos básicos primarios (es decir, África, las economías en transición y el Asia

Occidental), de manera significativa pero menos pronunciada en las economías desarrolladas, y muy moderadamente en el Asia Oriental, Meridional y Sudoriental y en América Latina.

En los países desarrollados con sistemas de seguridad social bien establecidos, en los que una proporción

comparativamente elevada de los ingresos fiscales procede de impuestos directos, la variación de los ingresos y gastos públicos se debe en parte a los estabilizadores

automáticos. Entre 2007 y 2010, el gasto en prestaciones de la seguridad social aumentó un 3% del PIB en los Estados Unidos y el Japón, y entre un 1,5% y un 4,3% del PIB en la mayoría de los países europeos, registrándose los incrementos más importantes en los países en que más había aumentado el desempleo, como España y Grecia. Por otra parte, la pérdida de ingresos procedentes de los impuestos sobre la renta, los beneficios y el capital fue particularmente importante en los Estados Unidos: casi un 4% del PIB entre 2007 y 2009. Pero el aumento de las prestaciones sociales y la disminución de los ingresos fiscales no siempre se debieron “automáticamente” a la recesión y a la subida del desempleo; en varios países también formaron parte de medidas de estímulo fiscal discrecionales, como recortes de impuestos y aumento del gasto, adoptadas en el marco de las iniciativas de los gobiernos para estimular la demanda interna y contrarrestar los efectos de la crisis económica mundial.

Además, las autoridades monetarias redujeron los tipos de interés y aportaron la liquidez necesaria para evitar una debacle financiera. No obstante, esas políticas no lograron reactivar el crédito ni restablecer la demanda mundial, ya que se había iniciado un proceso de desapalancamiento privado generalizado. Por consiguiente, las medidas de estímulo fiscal resultaban aún más cruciales para contrarrestar la disminución de la demanda del sector privado.

3. Medidas fiscales adoptadas en respuesta a la crisis

Las medidas fiscales adoptadas en las principales economías en respuesta a la crisis fueron muy distintas según la región y el país, no solo en lo que respecta a la envergadura del estímulo económico, sino también en su composición y calendario. No es sencillo analizar detalladamente las medidas de estímulo fiscal, ya que resulta difícil distinguir las medidas adoptadas en respuesta a la crisis de otras que ya habían sido previstas o que se habrían llevado a cabo en cualquier caso (por ejemplo, inversiones públicas para la reconstrucción después de desastres naturales). Además, las medidas no siempre se llevan a cabo en el momento previsto en los anuncios oficiales,

que solo dan una idea general de la envergadura y composición de los programas. Entre los países desarrollados, el programa de medidas de estímulo más importante, en términos tanto nominales como de porcentaje del PIB, se aplicó en los Estados Unidos, seguidos del Japón y Alemania (cuadro 2.2). Una proporción relativamente grande de las medidas de estímulo fiscal anunciadas fue en forma de recortes de impuestos (aproximadamente un 40%) en los países desarrollados, en comparación con solo un 5% en las economías en desarrollo y en transición indicadas en el cuadro 2.2. No obstante, en varios países desarrollados que anunciaron múltiples series de medidas de estímulo, en anuncios posteriores el componente de gasto aumentó con respecto al de los recortes de impuestos (Prasad y Sorkin, 2009).

En varias economías en desarrollo y en transición el tamaño relativo de las medidas de estímulo respecto del PIB fue superior al de las economías desarrolladas. Por ejemplo, China y la República de Corea anunciaron medidas equivalentes al 13% y el 10% de sus respectivos PIB. En China se anunciaron tres importantes programas de medidas fiscales entre noviembre de 2008 y marzo de 2009, por un total de casi 570.000 millones de dólares. Todos estos recursos se destinaron a aumentar el gasto, un 74% del cual consistió en gastos de capital, en particular para proyectos de reconstrucción tras el terremoto e inversiones en infraestructura. El Gobierno de la República de Corea anunció cuatro importantes programas de estímulo entre noviembre de 2008 y marzo de 2009 por un equivalente de 95.000 millones de dólares, un 97% de los cuales en forma de aumento del gasto público. Posteriormente, en agosto de 2009, el Gobierno anunció un quinto programa que consistió exclusivamente en incentivos y deducciones fiscales, aunque no se ha estimado el costo de este componente adicional. En Indonesia, el Gobierno anunció un programa de medidas fiscales, relativamente pequeño en comparación, que consistió principalmente en incentivos y deducciones. Sin embargo, en general los programas de estímulo de los países asiáticos en desarrollo, como Bangladesh, Filipinas, la India, Malasia, Singapur y Tailandia, se centraron en aumentar el gasto, en particular destinándolo a inversiones en infraestructuras (Hur y otros, 2010).

Cuadro 2.2

MEDIDAS DE ESTÍMULO FISCAL ANUNCIADAS EN DETERMINADAS ECONOMÍAS, 2008-2010

(En miles de millones de dólares y porcentajes)

	Cuantía total (miles de millones de dólares)	PIB (porcentaje)	Proporción de recortes de impuestos	Proporción de gasto
Economías desarrolladas				
Alemania	23	2,4	45,2	54,8
Australia	24	1,8	52,4	47,6
Canadá	21	0,8	6,5	93,5
España	47	1,4	68,0	32,0
Estados Unidos ^a	6	0,3	33,3	66,7
Francia	117	2,3	30,0	70,0
Italia	35	2,4	58,4	41,6
Japón	35	1,5	56,0	44,0
Reino Unido	821	5,7	36,5	63,5
Total	1129	3,3	38,3	61,7
<i>Promedio no ponderado</i>		2,1	42,9	57,1
Economías en desarrollo y en transición				
Arabia Saudita	17	6,0	8,5	91,5
Argentina	45	3,6	15,0	85,0
Brasil	568	13,1	0,0	100,0
Chile	4	2,8	46,0	54,0
China	43	3,4	0,0	100,0
Federación de Rusia	8	1,5	76,9	23,1
India	21	2,4	0,0	100,0
Indonesia	95	10,2	2,9	97,1
México	80	6,4	31,3	68,7
República de Corea	50	9,4	0,0	100,0
Sudáfrica	8	2,6	0,0	100,0
Total	937	8,0	4,7	95,3
<i>Promedio no ponderado</i>		5,6	16,4	83,6

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de Comisión Europea, 2009; CEPAL, 2009; CBO, 2011; OCDE, 2009; Hur y otros, 2010; Ponomarenko y Vlasov, 2010; Prasad y Sorkin, 2009; y Gobierno de los Estados Unidos, 2011.

- ^a La cifra correspondiente a los Estados Unidos se refiere únicamente a las medidas de estímulo adoptadas en el marco de la Ley de recuperación y reinversión de los Estados Unidos de 2009; no incluye el costo de los rescates de empresas industriales ni las inyecciones de capital previstos en el Programa de recompra de activos problemáticos (TARP).

En América Latina, las principales economías pusieron en marcha a finales de 2008 un conjunto de medidas para contrarrestar los efectos de la crisis económica y financiera. La Argentina anunció el programa de estímulos más importante en comparación con su PIB, seguida del Brasil, Chile y México. La composición de esos programas reflejaba la opinión de que, dadas las circunstancias, lo más apropiado para estimular la demanda interna era aumentar el gasto, y no recortar impuestos. El aumento del gasto permite impulsar la demanda directamente, mientras que los recortes de impuestos aumentan la renta disponible del sector privado, gran parte de la cual, en un contexto

de incertidumbre, es probable que se ahorre en lugar de gastarse. En algunos países, el aumento del gasto se sufragó parcialmente con ingresos fiscales de nuevas fuentes. Por ejemplo, en la Argentina eso se logró gracias a la reforma de la seguridad social (que pasó de un régimen de capitalización predominantemente privado a un sistema público de contribuciones con cargo a los ingresos corrientes), mientras que en el Brasil el aumento de los gastos de capital se financió con la venta de derechos de prospección petrolera.

En general, los gobiernos de muchos países ricos en recursos naturales cuyas finanzas públicas

habían seguido una fuerte tendencia procíclica en el pasado pudieron adoptar políticas anticíclicas proactivas pese a la bajada de los precios de los productos básicos (Banco Mundial, 2009). Durante la fase de auge de los productos básicos en el decenio de 2000, cuando varios de esos países adoptaron políticas fiscales bastante prudentes, las reservas resultantes que lograron acumular les fueron muy útiles cuando estalló la crisis, permitiéndoles aumentar el gasto para atenuar sus efectos. Al mismo tiempo, muchos países pudieron reducir significativamente su deuda pública.

En América Latina, en 2009 Chile utilizó las reservas que el Gobierno había acumulado en su fondo de estabilización durante los años de auge de los precios del cobre para contrarrestar los efectos de la crisis (Villafuerte, López-Murphy y Ossowski, 2010; Torre, Sinnott y Nash, 2010). Muchos países productores de petróleo del Norte de África y el Asia Occidental, así como de la Comunidad de Estados Independientes, también pudieron aplicar medidas de estímulo fiscal (Abdih y otros, 2010). En países como la Federación de Rusia y Kazajstán, en que el sector financiero nacional resultó muy afectado por la crisis financiera y económica mundial, una proporción considerable del gasto fiscal se destinó a rescatar a ese sector (Heuty y Aristi, 2010). Varios gobiernos del África Subsahariana también adoptaron políticas expansivas en respuesta a la crisis, basadas en los ingresos públicos obtenidos de sus industrias extractivas (Kasekende, Brixiová y Ndikumana, 2010; Osakwe, 2011; Brixiová, Ndikumana y Abderrahim, 2010).

En un contexto de aumento de los precios de los productos básicos, muchos de esos países ricos en recursos se recuperaron rápidamente de la crisis y en la actualidad gozan de una mejor situación fiscal y unos coeficientes deuda pública/PIB mucho más bajos que a principios del decenio de 2000. Dado que los precios de los productos básicos en general comenzaron a repuntar a mediados de 2009 y han seguido aumentando rápidamente, es difícil determinar si el crecimiento económico

experimentado por los países ricos en recursos naturales en 2010 y 2011 se ha debido a sus políticas de estímulo fiscal o si es consecuencia del aumento de los precios de los productos básicos. No obstante, hay indicios de que en muchos de esos países el crecimiento del PIB comenzó a recuperarse cuando los precios de los productos básicos seguían en su nivel más bajo, principalmente durante el primer trimestre de 2009. Ello parece indicar que las medidas de estímulo fiscal lograron una expansión de sus economías. Además, probablemente la situación de esos países habría sido mucho peor si no se hubiera aplicado el estímulo fiscal. En todo caso, aunque la recuperación económica de esos países les permita suprimir las medidas de estímulo fiscal, quizás necesiten mantener niveles de gasto más altos que antes de la crisis para impulsar el desarrollo. Por ejemplo, la inversión en infraestructuras y las transferencias sociales son elementos fundamentales de una estrategia de desarrollo a largo plazo. Con unas finanzas públicas saneadas gracias al crecimiento económico y al aumento de los precios de los productos básicos, no se justificaría una reducción de ese gasto.

Las crisis financieras —como las que golpearon a muchas economías de mercado emergentes en el pasado— suelen acarrear costos para el erario público debido a las subidas de los tipos de interés, las devaluaciones monetarias que aumentan la carga de la deuda pública expresada en moneda extranjera y los rescates financiados con fondos públicos. A ello hay que sumar los efectos directos de

Las medidas de estímulo fiscal adoptadas en los países en desarrollo consistieron en aumentar el gasto público, mientras que en los países desarrollados consistieron principalmente en recortar impuestos.

la ralentización del crecimiento o la recesión en los ingresos y gastos corrientes y en las medidas discrecionales de estímulo fiscal. Durante la última crisis se han llevado a cabo operaciones de rescate sobre todo en las economías desarrolladas. Los países en desarrollo pudieron en general evitar este tipo de costo para el erario público, porque la mayoría de ellos

no padeció crisis bancarias y, por lo tanto, no necesitó rescatar a ninguno de sus bancos. Hubo unas pocas excepciones, como Dubai y Trinidad y Tabago, en que los gobiernos dieron ayudas a fondos de inversión. Además, una posición de pagos exteriores relativamente sólida permitió

a los gobiernos de la mayoría de los países en desarrollo hacer frente a las turbulencias financieras iniciales causadas por las salidas de capital a corto plazo hacia “refugios seguros”. Utilizaron reservas internacionales y controlaron la depreciación de la moneda sin recurrir a intervenciones monetarias excesivas. Aunque las autoridades monetarias de varios países aumentaron inicialmente los tipos de interés, pudieron volver rápidamente a políticas monetarias más flexibles. En consecuencia, las finanzas públicas de las economías en desarrollo y de mercado emergentes no se vieron afectadas por aumentos de los tipos de interés de la deuda pública interna.

En cambio, las cuentas fiscales de algunos países desarrollados se vieron gravemente afectadas por la crisis financiera. En esos países las autoridades dieron máxima prioridad a impedir el hundimiento del sistema financiero y liberaron los recursos financieros necesarios para lograr ese objetivo. En 22 países de la UE, la “ayuda pública aprobada”³ al sector financiero entre octubre de 2008 y octubre de 2010 superó los 4,5 billones de euros, lo que representaba un 39% del PIB de los 27 Estados miembros de la UE en 2009. El primer 25% de esta ayuda se desembolsó en 2008 y otro porcentaje equivalente en 2009. Estas “sumas efectivamente utilizadas” están por debajo de los límites máximos de la ayuda, ya que en algunos países, como Dinamarca e Irlanda, una parte considerable de la ayuda aprobada consistió en grandes programas de garantías globales que cubrieron la totalidad de las deudas de sus bancos. De los 4,5 billones de euros de la ayuda total aprobada, 2,3 billones se otorgaron mediante programas especiales o instituciones financieras concretas en 2008 y 2009, y un 25% de esa cifra (237.000 millones de euros en 2008 y 354.000 millones en 2009) fue finalmente considerado “elemento de ayuda” por la Comisión, ya que la suma total utilizada no puede considerarse un beneficio. No obstante, para ponerlas en perspectiva, las ayudas concedidas en 2009 a las instituciones financieras en respuesta a la crisis representaron aproximadamente cinco veces la cuantía total de las ayudas públicas concedidas a todos los demás sectores (agricultura, pesca, industria, otros servicios y transporte, excepto los ferrocarriles) en los 27 Estados miembros de la UE. Del elemento de ayuda de 354.000 millones de euros de 2009, un 40% se destinó a medidas de recapitalización,

un 36% a garantías, un 21% a intervenciones de recompra de activos y el 3% restante a medidas para proporcionar liquidez distintas de los programas de garantías (Comisión Europea, 2010a).

En los Estados Unidos, el Programa de recompra de activos problemáticos (TARP) permitió al Departamento del Tesoro de los Estados Unidos comprar, o asegurar, activos problemáticos valorados en hasta 700.000 millones de dólares, principalmente al sector financiero y, en menor medida, a la industria del automóvil. En Suiza, el Gobierno inyectó 5.600 millones de dólares en el entonces mayor banco del país para recapitalizarlo y ayudarlo a hacer frente a un problema de liquidez. En varios países la pérdida real de ingresos fiscales solo representó una pequeña fracción de la cuantía total de los recursos puestos a disposición del sector financiero⁴. En algunos casos contados el Gobierno incluso obtuvo beneficios. En otros países, los programas de ayuda anularon todas las iniciativas que podían ponerse en marcha para reducir el déficit fiscal: en Irlanda, por ejemplo, las transferencias de capital del Gobierno (básicamente sus ayudas a los bancos nacionales) representaron un 20,8% de su PIB en 2010 (hasta un 3,3% el año anterior), lo que hizo necesario revisar el déficit de un 14,3% a un 32,4% del PIB. Al mismo tiempo, el Gobierno irlandés puso en marcha un programa de reducción drástica de los déficits presupuestarios —basado sobre todo en el recorte del gasto— que se prevé que reduzca la tasa de crecimiento del PIB entre 1,5 y 2 puntos porcentuales en 2011 (Gobierno de Irlanda, 2010).

Los pagos de intereses se han mantenido estables en la mayoría de los países desarrollados, pese al aumento de los coeficientes deuda pública/PIB, gracias a unas políticas monetarias flexibles que redujeron los tipos de interés a mínimos históricos. Solo en unos pocos países supusieron los tipos de interés una carga significativa para los saldos fiscales, debido a un aumento repentino y pronunciado de sus coeficientes de deuda (Islandia) y/o a una subida de la prima de riesgo (Grecia e Irlanda). Sin embargo, la acumulación de una deuda pública sustancial significa que toda normalización de las políticas monetarias (es decir, el aumento de los tipos de interés oficiales hasta volver a los niveles anteriores a la crisis) podría entrañar importantes costos para el erario público.

C. Evolución de la deuda pública

1. Tendencias recientes de la deuda pública en los países desarrollados y en desarrollo

En los últimos cuarenta años la mediana del coeficiente deuda pública/PIB ha variado considerablemente en los países desarrollados y en desarrollo. Con unos niveles relativamente bajos en 1970, de un 20% y un 25% del PIB en los países en desarrollo y desarrollados, respectivamente, ese coeficiente aumentó significativamente hasta mediados de los años noventa. Superó el 60% del PIB en los países en desarrollo de renta media alta en la segunda mitad de los años ochenta, cuando América Latina se vio fuertemente afectada por una crisis de la deuda, y a mediados de los años noventa alcanzó un máximo del 90% del PIB en los países en desarrollo de renta baja y media baja (gráfico 2.3)⁵. En los países desarrollados, la mediana del coeficiente deuda pública/PIB rozó el 60% en 1998. Con el cambio de milenio ese coeficiente disminuyó rápidamente en los países desarrollados y en desarrollo hasta situarse entre el 30% y el 40% del PIB. No obstante, la Gran Recesión invirtió esta tendencia y provocó un aumento repentino del coeficiente en muchos países desarrollados, por lo que al fin de 2010 el coeficiente mediano en esas economías se situaba muy por encima del 60% y había superado el máximo anterior registrado en 1998⁶.

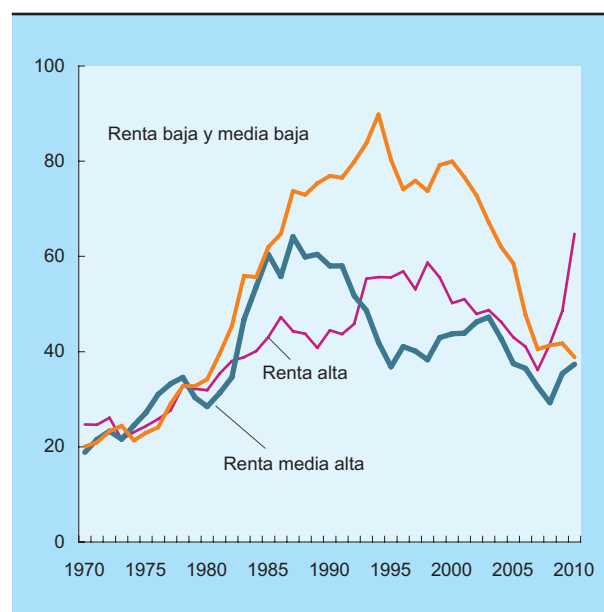
Los países de renta baja y media baja no experimentaron un aumento similar de la mediana del coeficiente deuda pública/PIB a causa de la crisis, y ese coeficiente solo aumentó ligeramente en los países de renta media alta. En consecuencia,

la mediana del coeficiente deuda pública/PIB de los países desarrollados es ahora mucho más elevada que la de los países en desarrollo. No obstante, entre este último grupo de países hay variaciones sustanciales: en 23 países el coeficiente deuda/PIB en 2010 fue al menos 5 puntos porcentuales superior al de 2008, y 14 de esos países registraron en 2010

Gráfico 2.3

COEFICIENTE DEUDA PÚBLICA/PIB EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO, POR GRUPO DE RENTA, 1970-2010

(Mediana, en porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de Banco Mundial, *Global Development Finance*; y fuentes nacionales.

Nota: Se utiliza la clasificación de los grupos de renta del Banco Mundial.

un coeficiente deuda/PIB 10 puntos porcentuales superior al de 2007. La dispersión entre países del coeficiente deuda/PIB de los países en desarrollo sigue siendo tan alta como en los años noventa (*TDR 2008*, cap. VI). De hecho, el Banco Mundial sigue incluyendo a alrededor de un 40% de los países de renta baja en el grupo de países agobiados por la deuda o en riesgo de estarlo.

Los países en desarrollo no solo redujeron su coeficiente deuda pública/PIB, sino que también alteraron la composición de su deuda pública, al endeudarse más sus gobiernos internamente que en el extranjero. En 2002, cuando la mediana de su coeficiente deuda pública/PIB alcanzó un máximo del 65% del PIB, alrededor del 80% del total de su deuda pública era externa y solo un 20% estaba en manos de residentes. En 2010, el coeficiente había disminuido a un 35%, y solo un 44% se adeudaba a no residentes (gráfico 2.4). Así pues, la mediana de la deuda pública de los países en desarrollo con no residentes cayó de aproximadamente un 50% del PIB en 2002 a un 15% en 2010. En los países de

renta media alta la mediana de la deuda pública con no residentes había bajado al 12% del PIB y, en los países de renta baja, al 17%. De hecho, este fuerte descenso explica la reducción general del coeficiente de la deuda pública de los países en desarrollo.

La drástica reducción de la mediana del coeficiente deuda pública externa/PIB en los países en desarrollo se debió más al crecimiento relativamente rápido de su PIB que a una reducción del volumen de su deuda externa. Entre 1998 y 2009 el volumen de su deuda pública externa permaneció más o menos estable, situándose en aproximadamente 1,4 billones de dólares (gráfico 2.5). Sin embargo, una estrategia de gestión de la deuda aplicada en varios países y orientada a reducir su dependencia del capital extranjero y aumentar su endeudamiento interno también contribuyó a esta tendencia.

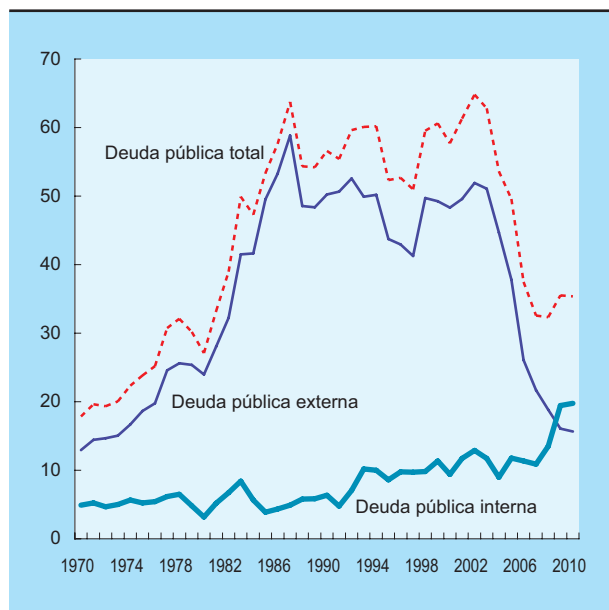
El peso relativo de una deuda expresada en moneda extranjera también depende del tipo de cambio real; por ejemplo, una devaluación de la moneda que no venga seguida de un aumento similar de los precios nacionales (el deflactor del PIB) puede aumentar bruscamente el coeficiente de deuda externa. Eso fue lo que ocurrió en muchos países en desarrollo en los años ochenta, y nuevamente entre 1997 y 2002. A la inversa, una apreciación real hace que el PIB aumente más rápidamente en dólares corrientes, por lo que el coeficiente de deuda externa disminuye con mayor rapidez. Tras las fuertes devaluaciones de finales de los años noventa y principios del decenio de 2000, las monedas de la mayoría de los países en desarrollo experimentaron alguna apreciación real, que contribuyó a reducir sus coeficientes de deuda externa.

Cabe señalar que, mientras que la deuda pública externa de los países en desarrollo se mantuvo más o menos estable, la deuda externa a largo plazo de las empresas privadas aumentó rápidamente, casi triplicando la registrada en el período 1998-2009 (de 450.000 millones de dólares a casi 1,3 billones). En ese mismo período también hubo un aumento neto de la deuda externa a corto plazo, de 390.000 millones en 1998 a 750.000 millones en 2009 (gráfico 2.5). Incluso teniendo en cuenta el aumento de la deuda a corto plazo y la deuda de las empresas, el coeficiente medio deuda externa/PIB del conjunto de los países en desarrollo disminuyó casi 20 puntos porcentuales durante el período 1998-2009.

Gráfico 2.4

RELACIÓN ENTRE DEUDA PÚBLICA TOTAL, INTERNA Y EXTERNA Y PIB EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO, 1970-2010

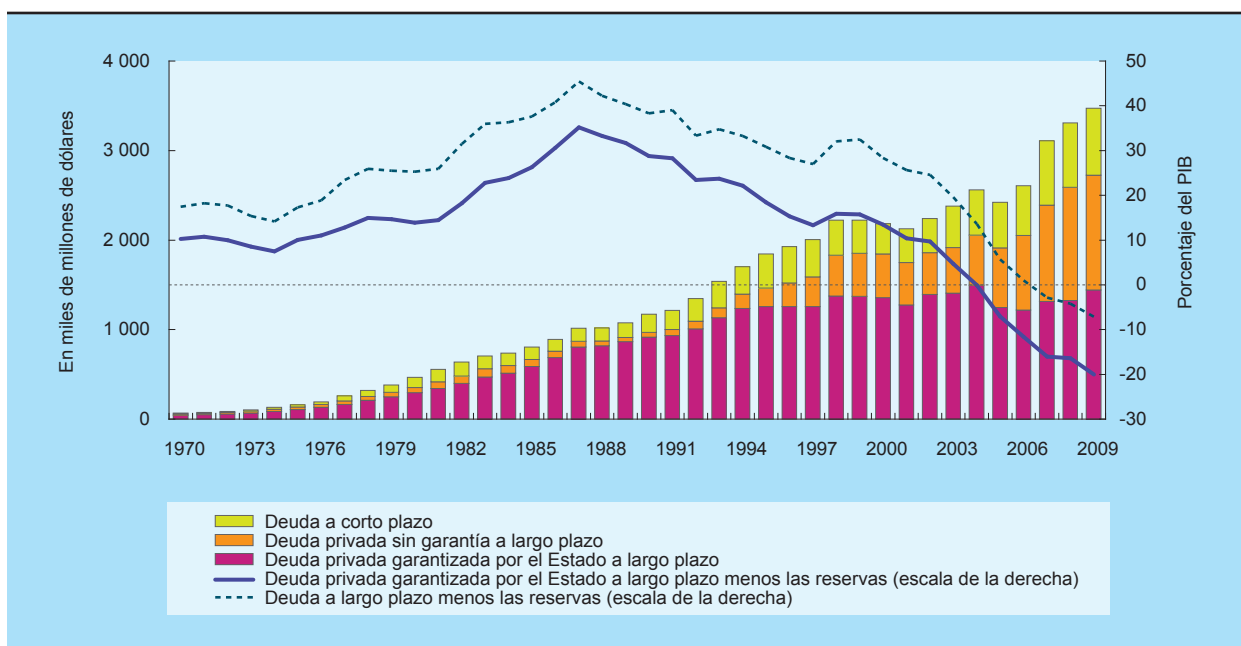
(Mediana, en porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de Banco Mundial, *Global Development Finance*; y fuentes nacional.

Gráfico 2.5

DEUDA EXTERNA DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO, POR TIPO DE DEUDA, 1970-2009



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de Banco Mundial, *Global Development Finance*; y fuentes nacionales.

Si bien los gobiernos que suscriben la doctrina Lawson pueden ignorar la fragilidad financiera externa asociada a la deuda privada, las autoridades deben vigilar el comportamiento de los prestatarios privados, ya que la incapacidad del sector privado para hacer frente a sus deudas puede dar lugar a una crisis monetaria y bancaria y, en última instancia, a una crisis presupuestaria.

Además de reducir sus coeficientes de deuda pública, los países en desarrollo en su conjunto acumularon grandes cantidades de activos externos en forma de reservas de divisas.

A principios de 2010, el volumen total de esas reservas superaba con creces los 4,5 billones de dólares, en comparación con los aproximadamente 500.000 millones de mediados de los años noventa. En 2005 esos activos externos habían llegado a superar el volumen total de la deuda pública externa de esos países y, al final de 2007, sus reservas internacionales incluso sobrepasaron

En el último decenio, pese a la crisis, el coeficiente deuda pública/PIB descendió considerablemente en los países en desarrollo.

su deuda externa total. A principios de 2010, los países en desarrollo en su conjunto tenían unas reservas internacionales que superaban en 20 puntos porcentuales del PIB su deuda pública externa y en 7 puntos porcentuales su deuda externa total (gráfico 2.5). No obstante, cabe señalar que las

reservas internacionales solo superaban la deuda externa total en 22 de los 101 países en desarrollo sobre los que se disponía de datos. Los 79 países restantes seguían teniendo una deuda externa neta. Por tanto, el hecho de que los países en desarrollo en su conjunto ya no sean deudores netos se debe a la

importante reducción de la deuda y/o acumulación de reservas realizada por algunos grandes países en desarrollo y no representa la situación de la mayoría de esos países.

Aunque hay importantes variaciones entre los países, por término medio los países en desarrollo han logrado reducir su coeficiente de deuda externa.

Esta mejora de los coeficientes de deuda se ha debido a una combinación de factores. No cabe duda de que las condiciones externas favorables y el consiguiente rápido crecimiento del PIB durante el período 2003-2007 influyeron en los países de renta media y baja. Los países de renta baja también se beneficiaron de un alivio de la deuda en el marco de la Iniciativa en favor de los países pobres muy endeudados, pese a que el alivio de la deuda efectivamente recibido es probablemente inferior a lo indicado en las estadísticas oficiales (véase *TDR 2008*, cap. VI). Sin embargo, en los países de renta media la reducción de la deuda externa fue sobre todo una respuesta a la oleada de crisis financieras que afectaron a muchos de ellos, en particular a las economías de mercado emergentes durante la segunda mitad de los años noventa.

Esas crisis pusieron de manifiesto las graves deficiencias existentes en la actual arquitectura financiera internacional y cuestionaron la capacidad del FMI para actuar como un prestamista internacional eficaz de última instancia. También llamaron la atención de los economistas y las autoridades políticas sobre la importancia de la composición de la deuda y los desajustes monetarios (Krugman, 1999; Eichengreen y Hausmann, 1999; Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2005). Quedó claro lo arriesgada que era la deuda externa cuando no había una arquitectura financiera internacional que funcionara bien ni un prestamista eficaz de última instancia. En consecuencia, muchas economías de mercado emergentes pusieron en marcha estrategias macroeconómicas y de gestión de la deuda destinadas expresamente a reducir su deuda externa.

Además de reducir su necesidad de endeudarse en el extranjero acumulando superávits por cuenta corriente, muchos de esos países intentaron también mejorar el funcionamiento de sus mercados de deuda internos⁷. Así pudieron emitir más deuda a un tipo fijo y expresada en la moneda nacional y retrasar el vencimiento medio de la deuda pública interna. Un estudio reciente del mercado nacional de bonos de 23 economías de mercado emergentes muestra que aproximadamente un 70% de sus bonos nacionales (públicos y privados) se emite actualmente a

un tipo fijo. Los bonos emitidos en el mercado nacional también son cada vez más a largo plazo. Un estudio de los bonos del Estado de esos mismos 23 países emergentes y en desarrollo muestra que el vencimiento inicial medio de esos bonos es ahora a 9 años, cuando era de 7 años en 2000 (Hausmann y Panizza, 2011).

Los desajustes monetarios que suelen resultar de la deuda expresada en moneda extranjera contribuyen de manera importante a limitar el espacio de políticas macroeconómicas de un país. Los países con grandes desajustes en sus balances agregados suelen tener menos margen para adoptar políticas fiscales anticíclicas y a menudo su política monetaria está más orientada a lograr la estabilidad monetaria que a aumentar la producción. En 2008-2009, la disminución del endeudamiento externo y la rápida acumulación de reservas contribuyeron a reducir los desajustes monetarios, lo que a su vez permitió a muchos países en desarrollo aplicar políticas monetarias anticíclicas.

2. Contribución de factores no fiscales a las crisis de la deuda

“Crisis financiera” es un concepto amplio que comprende muchos tipos de crisis. Hay una *crisis de la deuda pública* cuando un gobierno no puede atender plenamente sus obligaciones de servicio de la deuda con acreedores internos o externos. Esa crisis viene por tanto asociada a desequilibrios presupuestarios que han llegado a ser insostenibles. La *crisis de la deuda externa* tiene su origen en la incapacidad general de un país para hacer frente a su deuda con acreedores externos. Por tanto, está asociada a un problema de transferencias externas (Keynes, 1929). Ello puede obedecer a desequilibrios internos privados o públicos. La *crisis monetaria* se caracteriza por el descenso brusco del valor de la moneda nacional muy por debajo de un nivel justificado por las variables macroeconómicas fundamentales del país. Suele ser provocada por percepciones y expectativas del mercado que afectan a los movimientos de capital. Por último, hay una *crisis bancaria* cuando una parte significativa del sector bancario de un país es insolvente o es objeto de un pánico generalizado⁸.

En los países desarrollados, el coeficiente deuda pública/PIB casi se duplicó entre 2007 y 2010.

Si bien esta sección se centra en las crisis de la deuda pública, estos diferentes tipos de crisis están estrechamente relacionados entre sí: a menudo un tipo de crisis causa otro tipo de crisis. En efecto, los otros tipos de crisis pueden interactuar con las crisis de la deuda pública y, de hecho, provocarlas.

Las crisis de la deuda —incluidas las de la deuda pública— no siempre tienen un origen fiscal. Para comprender mejor esta cuestión, conviene revisar algunas definiciones contables importantes, aunque abstrusas. Un buen punto de partida para examinar el origen de las crisis de la deuda y la idea de que dichas crisis siempre tienen su origen en déficits presupuestarios excesivos es la ecuación básica de acumulación de deuda pública.

Según esta ecuación, la variación del volumen o saldo de la deuda pública es igual al déficit acumulado durante el período examinado, representado como sigue:

$$Deuda_{t+1} - Deuda_t = Déficit_t$$

Los expertos saben que esta equivalencia rara vez se cumple y por ello trabajan con la siguiente ecuación:

$$\text{Variación de la deuda} = \text{Déficit} + \text{Conciliación de saldos y flujos}$$

En este supuesto, la conciliación de los saldos y flujos es una entidad residual que concilia la variación de la deuda (una variable de saldo) con el déficit (una variable de flujo). Si bien los expertos conocen la conciliación de los saldos y flujos, este concepto residual rara vez aparece en las descripciones de la evolución de la deuda pública que figuran en los libros de texto porque suele suponerse que es un valor cuantitativamente pequeño que obedece principalmente a errores de medición. Esta suposición es errónea; la conciliación de los saldos y flujos es, por el contrario, un motor fundamental del crecimiento de la deuda y, por tanto, merece mucha más atención.

Antes de analizar la naturaleza de la conciliación de los saldos y flujos, cabe destacar que, para evaluar el riesgo de que se produzca una crisis de la deuda, lo que realmente importa no es el saldo de la deuda, sino la relación entre el saldo de la deuda y otras variables, como el PIB, que reflejan la capacidad de un país para atender el servicio de

su deuda. Las variaciones del coeficiente deuda/PIB (Δd) vienen determinadas por el déficit primario (sin intereses) (p), el tipo de interés medio que debe pagarse por la deuda pendiente ($i \times d$), la tasa de crecimiento de la economía multiplicada por el saldo inicial de la deuda ($c \times d$), y la conciliación de los saldos y flujos (sf), del siguiente modo:

$$\Delta d = p + (i \times d) - (c \times d) + sf$$

Esta desagregación separa el déficit primario de los intereses porque se supone que las autoridades ejercen un control directo sobre el déficit pero solo influyen de manera indirecta en los intereses. Los gobiernos pueden influir en los intereses que se pagan por la deuda pública interna y externa por medio de sus políticas monetarias y cambiarias, respectivamente.

Esta desagregación simple permite sacar diversas conclusiones. Primero, las autoridades solo pueden controlar directamente uno (dos, si se tienen en cuenta las políticas que afectan a los tipos de interés)

de los cuatro factores que determinan la tasa de crecimiento del coeficiente deuda/PIB de un país. Segundo, la tasa de crecimiento de la economía es un importante factor determinante del coeficiente deuda/PIB. Por consiguiente, las políticas fiscales contractivas que frenan el crecimiento de la producción pueden aumentar el coeficiente deuda/PIB de un país aunque logren reducir el déficit primario, algo que no está garantizado⁹. Tercero, ni siquiera el déficit primario puede ser totalmente controlado por las autoridades fiscales. Como ya se ha visto en la sección anterior, los déficits primarios tienden a aumentar en los períodos de depresión y a disminuir en los momentos de auge por el efecto de los estabilizadores automáticos, como la reducción de los ingresos fiscales y el aumento de las transferencias (por ejemplo, las prestaciones por desempleo). Por tanto, el crecimiento del PIB no solo afecta al denominador, sino también al numerador del coeficiente deuda/PIB.

Cuarto, las economías con tasas de crecimiento superiores al tipo de interés nominal de la deuda pública pueden reducir su coeficiente deuda pública/PIB aunque tengan un déficit primario. En determinadas condiciones, una política monetaria

Toda política encaminada a reducir la deuda pública debe evitar frenar el crecimiento del PIB.

relajada puede mejorar la situación de la deuda de un país reduciendo los intereses de la deuda interna y aumentando al mismo tiempo el crecimiento del PIB. 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. Quinto, el saldo de la deuda solo tiene un efecto mínimo en su dinámica, en la medida en que no hace aumentar los tipos de interés. Por ejemplo, en un país con un tipo de interés real del 3% y una tasa de crecimiento real del PIB del 2%, el coeficiente inicial deuda/PIB se multiplicará por 0,01, e incluso un aumento muy importante de ese coeficiente influirá mínimamente en la sostenibilidad fiscal (es decir, si la deuda aumenta un 50% del PIB, el superávit primario necesario para estabilizar la deuda aumentará un 0,5% del PIB). Por lo tanto, la deuda puede acabar siendo siempre más elevada, aunque no experimente necesariamente un fuerte ritmo de crecimiento.

Por último, la desagregación permite evaluar la importancia de la conciliación de los saldos y flujos como factor determinante del crecimiento real de la deuda. En efecto, parece contribuir de manera importante al rápido aumento de la deuda en épocas de crisis.

Así pues, los déficits primarios pueden causar una lenta acumulación de deuda pública, pero rara vez provocan un aumento brusco de la deuda. En lo que respecta a la crisis actual, por ejemplo, el FMI (2010) estima que el coeficiente medio deuda/PIB en los países desarrollados aumentará 35 puntos porcentuales entre 2007 y 2015. De este aumento, 3,5 puntos porcentuales como máximo se deberán a políticas fiscales discrecionales expansivas. Por otra parte, los grandes aumentos de la deuda suelen deberse a crisis bancarias y/o monetarias que acaban necesitando enormes operaciones de rescate financiadas con fondos públicos o reevaluaciones repentinas de la deuda existente en moneda extranjera. Estos hechos suelen estar comprendidos en el concepto de conciliación de saldos y flujos.

Los déficits primarios pueden causar una lenta acumulación de deuda pública, pero por general los aumentos bruscos se deben a crisis financieras, devaluaciones monetarias y rescates bancarios.

Uno de los ejemplos recientes de explosiones repentinas de la deuda es el de la crisis islandesa. La deuda pública total de Islandia era del 29% del PIB al final de 2007, y se disparó hasta alcanzar casi un 115% al final de 2010. Ello no se debió a una política fiscal irresponsable; los déficits presupuestarios solo podían explicar una cuarta parte del aumento total de la deuda (22 de los 86 puntos porcentuales del PIB) e incluso esos déficits no fueron producto de políticas fiscales derrochadoras. Fueron más bien consecuencia de la crisis económica que siguió al colapso de los bancos más importantes de Islandia. En el caso de Irlanda, la deuda pública aumentó de un 25% del PIB en 2007

a un 96% al final de 2010. De la diferencia de 71 puntos porcentuales, 41 puntos corresponden a las transferencias de capital realizadas al sector financiero entre 2008 y 2010, 13 puntos al déficit público restante acumulado durante ese período y 17 puntos a la conciliación de saldos y flujos (base de datos *AMECO* de la Comisión Europea)¹⁰. Por tanto, el grueso del aumento de la

deuda no puede atribuirse a la política fiscal y, una vez más, los grandes déficits operacionales registrados en 2008-2009 fueron motivados por el colapso financiero del país y no por decisiones explícitas de política fiscal.

Las economías de mercado emergentes vivieron ejemplos similares. Por ejemplo, en el Brasil el coeficiente deuda neta/PIB se situaba en alrededor del 42% en diciembre de 1998 y superaba el 51% en enero de 1999. No parece probable que el Gobierno del Brasil pudiera presentar un déficit de casi un 10% del PIB en solo un mes. En la Argentina la deuda pública se situaba en torno al 50% del PIB en 2001 y en 2002 estaba muy por encima del 160% del PIB. Una vez más, no parece probable que en solo un año el Gobierno argentino pudiera presentar un déficit equivalente al 110% del PIB.

Las explicaciones de las explosiones de la deuda indicadas más arriba son bien conocidas. En Islandia e Irlanda el aumento de la deuda pública se debió a la asunción por los gobiernos de ambos países de las deudas de sus sistemas bancarios¹¹. En la Argentina y el Brasil, el brusco

aumento de la deuda se debió principalmente a los efectos negativos en los balances ocasionados por la repercusión de la devaluación monetaria en el valor en moneda nacional de su deuda expresada en moneda extranjera. En 2001, más del 90% de la deuda pública argentina estaba expresada en moneda extranjera. Cuando el tipo de cambio entre el peso argentino y el dólar pasó en una noche de 1 peso por dólar a 3 pesos por dólar, el coeficiente deuda/PIB de la Argentina casi se triplicó.

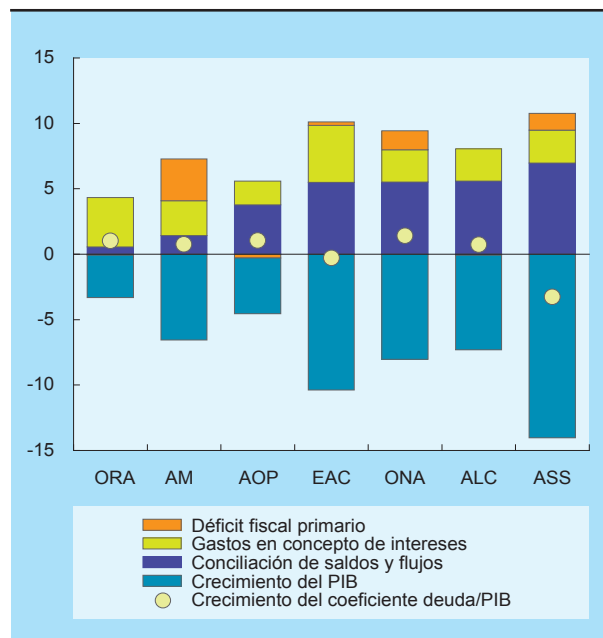
Estos hechos han contribuido en gran medida a la formación de crisis de la deuda pública en muchos países. El gráfico 2.6, en que se resumen los principales resultados de un estudio basado en datos de hasta 117 países correspondientes al período 1985-2004, muestra la importancia de la conciliación de los saldos y flujos como factor determinante del crecimiento de la deuda (Campos, Jaimovich y Panizza, 2006). En el gráfico, las barras situadas por debajo de la línea cero muestran los factores que contribuyen a la disminución del coeficiente deuda/PIB (principalmente el crecimiento del PIB nominal) y las barras situadas por encima de la línea cero indican los factores que contribuyen al aumento de ese coeficiente. Los puntos de valor miden la diferencia entre ambos conjuntos de barras y, por tanto, señalan el crecimiento anual medio de la deuda en cada región durante el período observado. Así, el coeficiente medio deuda/PIB creció aproximadamente 1 punto porcentual al año en las economías desarrolladas, el Asia Meridional, América Latina, el Asia Oriental y las regiones del Oriente Medio y el Norte de África. En los países de Europa Oriental y el Asia Central (sobre los que se dispone de datos a partir de principios de los años noventa) se mantuvo más o menos constante y en los países del África Subsahariana cayó aproximadamente 3 puntos porcentuales al año.

El déficit primario influye relativamente poco en el crecimiento de la deuda. Solo en tres regiones (Asia Meridional, Oriente Medio y Norte de África y África Subsahariana) superó el déficit primario medio el 1% del PIB; en el Asia Oriental y el Pacífico el saldo primario mostró, en promedio, un pequeño superávit, mientras que en las otras regiones hubo un ligero déficit. El Asia Meridional es la única región en que el déficit primario ha sido el factor que más ha contribuido al crecimiento de la deuda. Los países desarrollados, en su conjunto, tuvieron presupuestos primarios equilibrados e importantes

Gráfico 2.6

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL COEFICIENTE DEUDA/PIB, 1985-2004

(En porcentaje)



Fuente: Campos, Jaimovich y Panizza, 2006.

Nota: ORA: Miembros de la OCDE de renta alta; AM: Asia Meridional; AOP: Asia Oriental y el Pacífico; EAC: Europa y Asia Central; ONA: Oriente Medio y Norte de África; ALC: América Latina y el Caribe; ASS: África Subsahariana. En la mayoría de los países en desarrollo el período abarcado es 1985-2003.

pagos en concepto de intereses. En las cinco regiones restantes el factor que más contribuyó al crecimiento de la deuda fue la conciliación de los saldos y flujos. En los países en desarrollo, la conciliación de los saldos y flujos se ha situado siempre por encima del 1% del PIB y del crecimiento medio de la deuda. Ello indica que, en igualdad de circunstancias, si la conciliación de los saldos y flujos hubiera sido cero, todas esas regiones habrían experimentado una disminución de sus coeficientes de deuda durante este período. Por tanto, la conciliación de los saldos y flujos, más que un valor residual de escasa importancia, es en realidad un factor determinante esencial del crecimiento de la deuda tanto en los países en desarrollo como en los países desarrollados.

¿Qué factores determinan la conciliación de saldos y flujos? Uno de ellos pueden ser los errores de medición, ya que los datos sobre el nivel y la

composición de la deuda pública suelen ser de escasa calidad (Panizza, 2008) y proceder de diversas fuentes que a menudo son distintas de las utilizadas para recabar datos fiscales. No obstante, si la diferencia entre déficits y la variación de la deuda se debiera únicamente a errores de medición aleatorios, los errores positivos compensarían los errores negativos y la conciliación media de los saldos y flujos a largo plazo acabaría siendo igual a cero. Los datos muestran que no es así. La conciliación media de los saldos y flujos a largo plazo tiende a ser positiva e importante. Campos, Jaimovich y Panizza (2006) muestran que en los países con un gran saldo de deuda expresada en moneda extranjera, a una devaluación de la moneda nacional corresponde un considerable aumento del coeficiente deuda/PIB. Esta constatación, que concuerda con las experiencias de la Argentina y el Brasil mencionadas más arriba, confirma que los efectos de los desajustes monetarios en los balances pueden tener realmente consecuencias dramáticas para la sostenibilidad de la deuda. La misma investigación concluye también que las crisis bancarias suelen ir seguidas de aumentos bruscos de la conciliación de los saldos y flujos. En un estudio basado en datos que se remontan al siglo XIX, Reinhart y Rogoff

(2010) encuentran pruebas de que las crisis bancarias tienden a preceder a crisis de la deuda soberana y son un indicador fiable de que va a producirse un impago de esa deuda. La conciliación de los saldos y flujos puede también estar asociada a la incapacidad de los gobiernos para hacer un seguimiento e informar de sus obligaciones contingentes (algunas de ellas derivadas de un endeudamiento excesivo con las administraciones locales).

Una mayor transparencia de las cuentas fiscales contribuiría a solucionar este problema. Una solución parcial sería que los países adoptaran un marco de gestión de los activos y pasivos que les permitiera seguir de cerca la evolución general del balance del gobierno. En términos más generales, los desajustes monetarios y las obligaciones contingentes originados por el sector financiero suponen un importante riesgo fiscal para los gobiernos y los hacen vulnerables a las perturbaciones macroeconómicas. Por ello, les convendría adoptar un enfoque macroeconómico y dinámico de las cuentas fiscales y la deuda pública del mismo modo que los riesgos financieros privados requieren una vigilancia macroprudencial además de normas microprudenciales.

D. Conclusiones

La actual obsesión de muchos países con el ajuste fiscal es equivocada, ya que corren el riesgo de abordar los síntomas del problema dejando intactas sus causas. En prácticamente todos los países el déficit fiscal ha sido una consecuencia de la crisis financiera mundial, y no una causa. Pocos países tenían grandes déficits fiscales antes de la crisis; de hecho, algunos incluso tenían superávit. En la actualidad los déficits fiscales son una consecuencia inevitable de los estabilizadores automáticos y de las medidas destinadas a contrarrestar los efectos de la crisis, incluidas las medidas de estímulo

que entrañaron el aumento del gasto público, la disminución de los tipos impositivos y el rescate de instituciones financieras con fondos públicos. Los datos empíricos de distintos países y regiones muestran que la crisis fue causada por cambios subyacentes de la competitividad nacional y desequilibrios en el sector privado estrechamente relacionados con el funcionamiento deficiente del sector financiero en los países desarrollados. Estas causas fundamentales no se están abordando en las actuales políticas de ajuste fiscal de algunos países. Peor aún, el hecho de que se desvíe la atención de

las causas subyacentes para centrarla en el supuesto derroche fiscal de otros países, lo que a su vez podría acabar dando lugar a un ajuste fiscal, aumenta el riesgo de que se produzca un estancamiento, o incluso una reversión, de la recuperación económica.

En cuanto al déficit fiscal y la deuda pública, los hechos demuestran que, aunque 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. Lo que es aún más importante es que los datos muestran que, en todas las regiones del mundo, los pagos de intereses de la deuda pública como porcentaje del PIB fueron en 2010 los más bajos de los 13 últimos años. Salvo en algunas excepciones extremas, los tipos de interés se han mantenido mayoritariamente bajos, pese al aumento del volumen de la deuda pública. Incluso en los países desarrollados que registran con mucho la mayor deuda pública en relación con el PIB, los pagos de intereses en 2010 fueron considerablemente inferiores a los de finales de los

años noventa (un 2,7% del PIB en comparación con un 4,4%).

Las autoridades no deben centrarse únicamente en el saldo de la deuda. Han de tener en cuenta la relación entre las variables de saldo y de flujo de la deuda, incluidos los tipos de interés y los ingresos fiscales que influyen en la capacidad de un país para hacer frente a su deuda. Un importante factor que afecta a la variación de la carga de la deuda es el crecimiento del PIB: es prácticamente imposible reducir unos coeficientes deuda/PIB elevados cuando una economía está estancada, a menos que el deudor obtenga una rebaja significativa de su deuda. Por tanto, el nivel del déficit (o superávit) fiscal de un país debe abordarse desde una perspectiva más integral y dinámica, teniendo en cuenta su repercusión en la sostenibilidad de la posición financiera de un país y en su estabilidad económica y expectativas de crecimiento. Desde esta perspectiva, también son importantes la composición de los ingresos y gastos fiscales y muchas otras variables que influyen en el espacio de políticas de un país. Esas cuestiones se examinan en el próximo capítulo. ■

Notas

- 1 La doctrina Lawson debe su nombre a un discurso pronunciado en 1988 por el entonces Ministro de Finanzas británico, Nigel Lawson, al comentar el déficit por cuenta corriente del Reino Unido. Afirmó que la situación de su país era sólida porque ese déficit se debía al endeudamiento del sector privado, y no del sector público. El Reino Unido entró en una profunda recesión poco después de ese discurso. En sentido estricto, la doctrina Lawson (denominada a veces doctrina Lawson-Robichek por Walter Robichek, alto funcionario del FMI durante los años setenta que formuló esa doctrina mucho antes que Lawson) se refiere al endeudamiento externo y a la acumulación de grandes déficits externos, pero suelen utilizarse argumentos similares para justificar la importante acumulación de deuda interna privada.
- 2 El ahorro público corresponde al resultado operativo, que equivale a los ingresos corrientes menos los gastos corrientes (incluidos los pagos de intereses netos).
- 3 Es preciso distinguir entre la *ayuda aprobada*, las *sumas efectivamente utilizadas* y el *elemento de ayuda* ofrecido a las instituciones financieras. Según la Comisión, la *ayuda aprobada* es la ayuda máxima que los Estados miembros están autorizados a conceder a las instituciones financieras. Las *sumas efectivamente utilizadas* expresan la cuantía de la ayuda efectivamente otorgada por los Estados miembros en el marco de un programa concreto

- o a una institución financiera en particular. Por último, el *elemento de ayuda* se refiere a la ventaja monetaria concedida a los distintos bancos ya sea a través de programas o de intervenciones específicas. En la mayoría de los casos el elemento de ayuda es muy inferior a las sumas efectivamente utilizadas porque no toda la suma efectivamente utilizada puede considerarse como un beneficio otorgado a un beneficiario. Por ejemplo, el elemento de ayuda de una garantía es el beneficio expresado como la diferencia entre la comisión de garantía ofrecida por un Estado miembro y la que ofrece el mercado. Sin embargo, en algunos casos puede ser difícil determinar la cuantía exacta del elemento de ayuda debido a la falta de información sobre los precios de mercado vigentes. Por consiguiente, los Estados miembros y la Comisión utilizan métodos sustitutivos propios (Comisión Europea, 2010a).
- 4 Las últimas estimaciones indican que el costo final para el Gobierno Federal de los Estados Unidos se cifrará en un máximo de 19.000 millones de dólares (Congressional Budget Office, 2011). En la UE de los 27, las ayudas públicas concedidas al sector financiero en 2008 y 2009 representaron alrededor del 1,7% y el 3%, respectivamente, del PIB de los 27 Estados miembros (Comisión Europea, 2009 y 2010b). En Suiza, el Gobierno ganó 1.100 millones de dólares al vender su participación en UBS en agosto de 2009 tras haber invertido en el banco cuando estalló la crisis.
 - 5 En este análisis se utiliza la clasificación de los grupos de renta del Banco Mundial, ya que los datos empleados en la presente sección están tomados principalmente de sus bases de datos.
 - 6 Un promedio ponderado indica coeficientes deuda/PIB aún mayores en los países desarrollados, principalmente a causa del elevado coeficiente deuda/PIB del Japón.
 - 7 Parte de la deuda emitida en el país podía estar en manos de no residentes y contabilizarse así como deuda externa. Por tanto, no debía confundirse la deuda externa con la deuda expresada en moneda extranjera o la deuda emitida en el mercado internacional.
 - 8 Reinhart y Rogoff (2009) añaden a esta lista los episodios de inflación elevada.
 - 9 Una forma de evaluar la manera en que el crecimiento del PIB influye en los coeficientes de deuda es comparar el coeficiente deuda/PIB real con el coeficiente que resultaría de aumentar la deuda real en función del PIB tendencial, que se estimaría sobre la base del crecimiento del PIB en los veinte últimos años. Este cálculo, aplicado a los países desarrollados, muestra que en 2010 el coeficiente deuda/PIB tendencial fue aproximadamente 15 puntos porcentuales inferior al coeficiente deuda/PIB real. La diferencia entre ambos coeficientes es aún mayor (de hasta 20 puntos porcentuales) si solo se tienen en cuenta los países europeos que actualmente encuentran ciertas dificultades en el mercado de la deuda (es decir, España, Grecia, Irlanda y Portugal).
 - 10 A diferencia de la mayoría de los demás países, Irlanda inscribió los rescates bancarios en su gasto presupuestario como transferencias de capital. Por tanto, en este ejemplo, la mayor parte de los costos de la crisis bancaria no se incluyen en la conciliación de los saldos y flujos.
 - 11 En esos países el aumento de la deuda neta es inferior al de la deuda bruta porque sus Gobiernos recibieron algunos activos (cuyo valor real, no obstante, es probablemente muy inferior a su valor nominal) a cambio de quedarse con los pasivos de los bancos.

Bibliografía

- Abdih, Y., López-Murphy, P., Roitman, A. y Sahay, R. (2010). The cyclical policy in the Middle East and Central Asia: Is the current crisis different? IMF Working Paper, N° 10/68. International Monetary Fund, Washington, DC.
- Aglietta, M. (2011). Ne pas confondre symptômes et maladie. In: Lorenzi J.-H., ed., *A la Recherche de la Nouvelle Croissance*. Le Cercle des Economistes, Descartes & Cie, Paris, March.
- Bacha, E. (2011). Além da tríade: como reduzir os juros. In: Bacha E. and de Bolle M., eds., *Novos Dilemas de Política Econômica: Ensaio em Homenagem a Dionísio Dias Carneiro*. LTC Editora, Rio de Janeiro.

- Banco Mundial (2009). *Global Economic Prospects 2009: Commodities at the Crossroads*, Washington, DC.
- Brixiová, Z., Ndikumana, L. y Abderrahim, K. (2010). Supporting Africa's post-crisis growth: The role of macroeconomic policies. Working Paper Series N° 117, African Development Bank Group, Tunis, Tunisia.
- Campos, C., Jaimovich, D. y Panizza, U. (2006). The unexplained part of public debt. *Emerging Markets Review*, 7(3): 228-243, Elsevier.
- CBO (Congressional Budget Office) (2011). Report on the Troubled Asset Relief Program, March 2011. Washington, DC, The Congress of the United States. Available at: <http://www.cbo.gov/ftpdocs/121xx/doc12118/03-29-TARP.pdf>.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2009). *Economic Survey of Latin America and the Caribbean*. Santiago de Chile.
- Comisión Europea (2009). *Report from the Commission: State Aid Scoreboard – Report on State Aid granted by the EU Member States*, Autumn 2009 update. Brussels. Available at: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52009DC0661:EN:NOT>.
- Comisión Europea (2010a). *Report on State Aid Granted by the EU Member States*, Brussels, 1 May 2010.
- Comisión Europea (2010b). Facts and figures on State aid in the Member States. Accompanying the *Report from the Commission: State Aid Scoreboard*, Autumn 2010 update. Commission Staff Working Document. Brussels, Belgium. Available at: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0701:FIN:EN:PDF> Last access: 24/5/2011.
- Comisión Europea (2011). *Annual Macro-economic (AMECO) Database*. Economic and Financial Affairs, Economic databases and indicators. Available at: http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/zippered_en.htm.
- Eichengreen, B. y Hausmann, R. (1999). Exchange rates and financial fragility. Paper presented at the symposium on New Challenges for Monetary Policy, 26-28 August, Jackson Hole, WY.
- Eichengreen, B., Hausmann, R. y Panizza, U. (2005). The Pain of Original Sin. In: Eichengreen, B. y Hausmann, R., eds., *Other People's Money*, Chicago University Press.
- FMI (2010). *World Economic Outlook*, Fall. Washington, DC.
- Government of Ireland (2010). *Budget 2011: Economic and Fiscal Outlook*. Department of Finance, Dublin. Available at: [http://budget.gov.ie/budgets/2011/Documents/Economic %20and%20Fiscal %20Outlook.pdf](http://budget.gov.ie/budgets/2011/Documents/Economic%20and%20Fiscal%20Outlook.pdf).
- Hausmann, R. y Panizza, U. (2011). Redemption or abstinence? Original sin, currency mismatches and counter cyclical policies in the new millennium. *Journal of Globalization and Development* (forthcoming).
- Heuty, A. y Aristi, J. (2010). Fool's gold: Assessing the performance of alternative fiscal instruments during the commodities boom and the global crisis. New York, NY, Revenue Watch Institute.
- Hur, S. K., Jha, S., Park, D. y Quising, P. (2010). Did fiscal stimulus lift developing Asia out of the global crisis? A preliminary empirical investigation. ADB Economics Working Paper Series, Asian Development Bank, Manila.
- Kasekende, L., Brixiová, Z. y Ndikumana, L. (2010). Africa: Africa's counter-cyclical policy responses to the crisis. *Journal of Globalization and Development*, 1(1).
- Keynes, J. M. (1929). The German Transfer Problem: The Reparation Problem: A Discussion; II. A Rejoinder: Views on the Transfer Problem; III. A Reply. *Economic Journal*, 39, March: 1-7; June: 172-178; September: 404-408.
- Koo, R. (2010). Learning wrong lessons from the crisis in Greece. Nomura Securities Co Ltd, Japanese Equity Research – Flash Report, Tokyo, 15 June.
- Krugman, P. (1999). Balance sheets, the transfer problem, and financial crises. *International Tax and Public Finance*, 6(4): 459-472. Springer.
- Lara Resende, A. (2011). Juros: equívoco ou jabuticaba? *Valor Econômico*, 16 June.
- OCDE (2009). Fiscal packages across OECD countries: Overview and country details. Paris, March.
- Osakwe, P. N. (2011). Africa and the global financial and economic crisis: Impacts, responses and opportunities. In: Dullien S., Kotte D., Marquez A. y Priewe J., eds., *The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries*. Geneva and Berlin, UNCTAD and Hochschule für Technik und Wirtschaft.
- Panizza, U. (2008). Domestic and external public debt in developing countries. UNCTAD Discussion Paper N° 188, UNCTAD, Geneva.
- Ponomarenko, A. A. y Vlasov, S. A. (2010). Russian fiscal policy during the financial crisis. Helsinki, Institute for Economies in Transition, Bank of Finland, July.
- Prasad, E. y Sorkin, I. (2009). Assessing the G-20 stimulus plans: A deeper look. Washington, DC, Brookings Institution.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2009). *This Time is Different*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2010). Growth in a time of debt. Paper prepared for the American Economic Review Papers and Proceedings, 7 January. Princeton, NJ, Princeton University.
- Torre, A. D. L., Sinnott, E. y Nash, J. (2010). Natural Resources in Latin America and the Caribbean: Beyond Booms and Busts? Washington, DC, World Bank.

UNCTAD (*TDR 2006*). *Trade and Development Report, 2006. Global partnership and national policies for development*. United Nations publications, Sales N° E.06.II.D.6, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2008*). *Trade and Development Report, 2008. Commodity prices, capital flows and the financing of investment*. United Nations publications, Sales N° E.08.II.D.21, New York and Geneva.

United States Government (2011). *Recovery.gov, Track the Money*. Available at: www.recovery.gov/Pages/default.aspx.

Villafuerte, M., López-Murphy, P. y Ossowski, R. (2010). *Riding the roller coaster: Fiscal policies of non-renewable resource exporters in Latin America and the Caribbean*. IMF Working Paper, N° 10/251, International Monetary Fund, Washington, DC.

ESPACIO FISCAL, SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

A. Introducción

La crisis económica y financiera mundial ha planteado importantes cuestiones de política macroeconómica relativas a la respuesta fiscal apropiada, así como su magnitud, composición y duración. Tras un amplio consenso inicial sobre la necesidad de políticas macroeconómicas proactivas que apoyasen la demanda, muchas autoridades han trasladado su atención del estímulo fiscal al saneamiento de las finanzas públicas. En la actualidad, el debate se centra en las medidas que deben adoptarse para conseguir los objetivos ampliamente consensuados de recuperación de la crisis y mejora de las cuentas fiscales, así como el orden de aplicación de esas medidas. El debate refleja, explícita o implícitamente, distintas opiniones sobre los mecanismos económicos y el papel de los gobiernos. Una de las opiniones es que los efectos de la política fiscal suelen ser mínimos o ineficaces, y se basa en el supuesto de que existe un equilibrio entre el gasto público y el gasto privado. Según esta opinión, el sector privado ajustará el gasto para compensar cualquier cambio en el sector público. Las opiniones contrarias a este punto de vista sostienen que la política fiscal es el instrumento más apropiado para sacar a una economía de la recesión.

A fin de realizar una evaluación adecuada del papel de la política fiscal, es necesario considerarla desde una perspectiva macroeconómica y dinámica,

teniendo en cuenta el impacto de esa política en los ingresos totales y en el crecimiento del PIB y, por ende, en los ingresos fiscales. Puede suceder que una política fiscal restrictiva orientada al ajuste fiscal no dé los resultados esperados por la simple razón de que una economía nacional no funciona de la misma manera que un hogar. No cabe duda del error que entraña esa analogía: un agente aislado puede ser capaz de incrementar el ahorro reduciendo el gasto porque esa reducción no repercute en sus ingresos, pero con los gobiernos no ocurre lo mismo.

Un argumento que suele aducirse en apoyo del recorte del gasto público es que se ha agotado el espacio disponible para nuevos estímulos fiscales, aunque se reconozca que ese tipo de medidas resultaron útiles en las primeras fases de la crisis. Sin embargo, se soslaya el hecho de que el espacio fiscal no es una variable fija. Sería erróneo considerar que el espacio de políticas viene determinado de forma exógena, en lugar de considerarlo una variable en gran parte endógena. Una política fiscal activa afectará el saldo fiscal puesto que altera la situación macroeconómica al incidir en los ingresos del sector privado, que son los que generan los ingresos fiscales. Además, es posible ampliar el impacto económico de las políticas fiscales alterando la composición del gasto público o estructurando los ingresos públicos de tal manera que se maximicen sus efectos multiplicadores sin

modificar necesariamente el gasto total ni el saldo fiscal. En cambio, los ajustes fiscales que frenan el crecimiento y las inversiones productivas pueden llegar a reducir el espacio fiscal.

Es cierto que existe una confusión general en el debate sobre las políticas fiscales entre las medidas aplicadas y los resultados de esas medidas. La reducción del déficit (es decir, la mejora del saldo fiscal), que de hecho es el resultado de una política, tiende a equipararse al ajuste fiscal, que es una medida política. Sin embargo, el ajuste fiscal (es decir, el aumento de los impuestos y/o la reducción del gasto) puede mejorar el saldo fiscal, pero también deteriorarlo. Por otra parte, la reducción del déficit puede conseguirse también mediante una política fiscal expansiva. El resultado final dependerá de los efectos macroeconómicos de las medidas fiscales, en particular del modo en que repercutan en el crecimiento económico y, a su vez, en los ingresos fiscales. Por consiguiente, debería distinguirse claramente entre la reducción del déficit como resultado de medidas normativas y las políticas de ajuste o expansión fiscal.

Además, el caso de los países ricos en recursos naturales merece especial atención. En la mayoría de esos países, los ingresos públicos dependen en gran medida de las industrias extractivas y, por lo tanto, están sujetos a la volatilidad de los precios de los productos básicos en los mercados internacionales. Ello plantea problemas singulares a causa de la inestabilidad extrema de sus recursos fiscales y el agotamiento futuro de la fuente de ingresos. Es más, la falta de efectos compensatorios (como los estabilizadores automáticos) en períodos de desequilibrios fiscales hace que los gobiernos de esos países sean propensos a adoptar una orientación fiscal procíclica. Asimismo, existe una tendencia crónica a la apreciación de las monedas, lo cual tiene efectos negativos en la producción manufacturera nacional, conocidos también como el síndrome holandés.

Por último, las diversas interpretaciones del significado de espacio fiscal y los puntos de vista divergentes sobre las políticas idóneas para lograr la recuperación tras la crisis han propiciado opiniones diferentes acerca de los riesgos que entraña la acumulación de deuda pública y el modo de afrontar las cuestiones relativas a la sostenibilidad fiscal. En primer lugar, merece la pena destacar un aspecto

trivial pero muchas veces olvidado: los distintos tipos de crisis de la deuda necesitan distintos tipos de respuesta política. No parece conveniente responder a una crisis originada por un endeudamiento excesivo del sector privado con un endurecimiento de la política fiscal, sobre todo si la crisis va asociada a una deflación del mercado de activos que tiene efectos contractivos sobre la economía. Incluso las crisis causadas por una política fiscal irresponsable requieren a veces una respuesta a corto plazo posiblemente distinta de la que se precisaría a largo plazo.

Existen también diferencias importantes en la gestión de las crisis de la deuda en función de la moneda en que se haya emitido la deuda. Cuando la deuda soberana se ha emitido en la moneda nacional hay menos posibilidades de que se produzca un impago, ya que el gobierno siempre puede monetizar la deuda pública si el banco central no impone restricciones rigurosas a su financiación. Naturalmente, según cual sea la situación macroeconómica general, esa respuesta puede influir en los precios de los bienes y activos (incluido el tipo de cambio) y tener también efectos distributivos, entre otras cosas. En el caso de deuda pública emitida en moneda extranjera, las limitaciones son mayores y puede incluso ser necesario considerar las implicaciones de una eventual insolvencia. Las experiencias con distintos mecanismos para resolver las crisis de la deuda revelan variaciones en la distribución de los costos y los beneficios. Sin embargo, en general han mostrado que el impago de la deuda soberana tiene un costo menor de lo que suele pensarse, tanto para los deudores como para los acreedores.

Las operaciones de rescate de países que experimentan limitaciones y dificultades externas para atender el servicio de la deuda han tenido repercusiones relativamente leves. Muchas veces se piensa que prestar ayuda a un país que no tiene acceso a crédito voluntario entraña costos para la institución prestamista (o para los contribuyentes que sostienen a la institución cuando es una entidad pública, como suele suceder). Sin embargo, rara vez ocurre así, porque el país en dificultades suele reembolsar el crédito¹. De hecho, una estrategia que trate de reducir esos costos mediante tipos de interés punitivos para los préstamos de emergencia puede resultar contraproducente porque confirma las expectativas de los mercados e incrementa

la probabilidad de que el país en crisis no pueda reembolsar el préstamo.

La mayoría de los conocimientos sobre las crisis de la deuda recientes —anteriores a la actual— se basan en la experiencia de los países en desarrollo. Las pruebas empíricas demuestran que las medidas contractivas en esos países no fueron especialmente eficaces y que la sostenibilidad de la deuda se consiguió promoviendo tasas más elevadas de crecimiento económico, aunque en varios casos hubo que recurrir también al alivio de la deuda.

En este contexto, en la siguiente sección se abordan los principales retos a que se enfrenta

la política fiscal a causa de la gran recesión, concretamente las presiones prematuras para que tanto las economías desarrolladas como las economías en desarrollo efectúen ajustes fiscales. La cuestión del espacio fiscal se examina en la sección C, prestándose especial atención a la necesidad de que los gobiernos dispongan de suficiente margen de maniobra para conseguir los objetivos de sus políticas sin que ello provoque una acumulación insostenible de deuda. También se hace hincapié en el papel de la política monetaria para crear un espacio fiscal. En la sección D se analiza la cuestión de la acumulación de deuda pública, incluidas las políticas orientadas a prevenir crisis de deuda pública y las necesarias para resolver esas crisis.

B. Problemas de política fiscal

Durante muchos años, se ha dado la espalda a las políticas fiscales como instrumentos macroeconómicos por considerarlas ineficaces, poco prácticas y superfluas. Ineficaces porque se pensaba que cualquier cambio en el gasto público se compensaría con un cambio concomitante en el gasto privado; poco prácticas porque el diseño y la aplicación de la política fiscal, así como sus efectos, llevarían más tiempo que la propia recesión; y superfluas porque las políticas monetarias parecían suficientes para mantener baja la inflación y la brecha de producción estable.

La crisis propició un replanteamiento de las ideas macroeconómicas, ya que la política monetaria mostró ciertas limitaciones, y los gobiernos fueron considerados, una vez más, compradores y prestatarios de última instancia (Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro, 2010). Sin embargo, parece que la aceptación de medidas de estímulo fiscal a corto plazo no implicó una revisión de los principios macroeconómicos, sino únicamente la aceptación de que las circunstancias

excepcionales requerían una intervención fiscal temporal. Las autoridades influyentes en este ámbito han regresado a su posición tradicional apoyando, una vez más, una política de ajuste fiscal. En la mayoría de los países desarrollados, su objetivo prioritario es reducir lo que consideran niveles excesivamente altos de deuda pública, aunque reconocen que la recuperación ha sido moderada y sigue siendo frágil. También piden un ajuste fiscal en los países en desarrollo, que generalmente tienen coeficientes de endeudamiento mucho menores que la mayoría de los países desarrollados y han recuperado sus tasas de crecimiento de antes de la crisis. Ello se basa en la creencia de que estas economías deberían evitar el recalentamiento y reconstituir amortiguadores fiscales que podrían utilizarse si surgiese un nuevo episodio de crisis, por ejemplo si desapareciesen las condiciones que hicieron posible la recuperación. E incluso se insta a algunos países que no recurrieron a las medidas de estímulo fiscal cuando se desencadenó la crisis, porque estaban llevando a cabo programas precoces de ajuste con ayuda del FMI, la UE o ambos, a

aplicar nuevos ajustes fiscales (FMI, 2011a). Por último, existen retos específicos en materia fiscal que afectan a los países ricos en recursos naturales, donde la política fiscal tiende a ser procíclica y guardar correlación con cambios en los precios de los productos básicos.

1. Estrategias de salida y saneamiento de las finanzas públicas

La propuesta de acometer un saneamiento de las finanzas públicas suscita varios problemas, tanto empíricos como teóricos, que están interrelacionados y se refieren a la necesidad de un ajuste fiscal, el modo de conseguirlo y las consecuencias económicas de esa estrategia. El punto de partida es la opinión de que ya se ha agotado —o está por agotarse— el margen disponible para un estímulo fiscal, especialmente en los países desarrollados. Ello se basa en la convicción de que los coeficientes de endeudamiento han alcanzado ya, o no les falta mucho, el nivel a partir del cual existe riesgo de insolvencia. Superado ese punto, el gobierno no sería capaz de generar un saldo primario para cubrir el pago de intereses crecientes, lo que implica que el coeficiente de deuda pública/PIB aumentaría de forma desmesurada (Ostry y otros, 2010). Sin embargo, cabe sostener que ese límite de la deuda es difícil de determinar, ya que depende del tipo de interés prevaleciente, el crecimiento económico y los saldos fiscales primarios. En primer lugar, el tipo de interés es de por sí una variable de política macroeconómica, lo que implica que la política monetaria podría tener un impacto considerable en la sostenibilidad de la deuda. En segundo lugar, tanto el crecimiento del PIB como el saldo primario podían verse afectados por el gasto público financiado con la deuda, puesto que el ingreso tributario aumenta a medida que lo hacen los ingresos nacionales. Dicho de otro modo, los coeficientes deuda pública/PIB pueden experimentar un aumento solo temporal a corto plazo y ese incremento podría servir para impulsar el crecimiento del PIB y reducir la carga de la deuda a largo plazo.

En las economías desarrolladas, las políticas fiscales están sustituyendo el estímulo por la contención a fin de hacer frente a una deuda pública elevada.

En un enfoque diferente pero complementario al de Ostry y otros (2010), algunos autores han calculado el umbral que el coeficiente deuda pública/PIB no podría superar en ningún país sin repercutir negativamente en la tasa de crecimiento, lo que afectaría a su vez a la solvencia fiscal. Según esas estimaciones, el nivel crítico se sitúa en el 90% del PIB para las economías desarrolladas y el 60% para las economías de mercado emergentes (Reinhart y Rogoff, 2010). La conclusión de que los países en desarrollo están limitados por un coeficiente deuda pública/PIB menor parece atribuible a su propensión a emitir deuda en moneda extranjera y a que esta es de propiedad extranjera. Nersisyan y Wray (2010) encontraron que de 216 observaciones, solo cinco revelaban un coeficiente deuda pública/PIB superior al 90%. La muestra no es lo suficientemente grande para sacar la conclusión de que existe una correlación entre elevados coeficientes deuda pública/PIB y bajos niveles de crecimiento económico y, lo que es más importante, correlación no quiere decir necesariamente causalidad.

El FMI, a pesar de favorecer las políticas anticíclicas en las primeras etapas de la crisis, apoya firmemente los programas de austeridad que están aplicando numerosos países. Según la doctrina tradicional, un determinado coeficiente de endeudamiento que parecía sostenible puede hacerse insostenible si, más allá de un punto crítico, las primas de riesgo presionan los tipos de interés al alza o impiden la renovación normal de la deuda que está llegando a su vencimiento, como una profecía que determina su propio cumplimiento. Sin embargo, según la opinión tradicional, dado que los mercados financieros han colocado la precariedad fiscal en su punto de mira, urge evitar una pérdida general de confianza en la solvencia fiscal, lo cual tendría un costo incalculable. Por lo tanto, es necesario recuperar la credibilidad con un “plan convincente para reducir el déficit” que frene todo aumento de los coeficientes de endeudamiento público; de no ser así, la deuda de los países desarrollados alcanzará el 115% del PIB para 2015. Es por ello que el FMI considera que las estrategias fiscales deberían orientarse gradualmente, pero de manera constante y significativa, a reducir los coeficientes de deuda pública (FMI, 2010a: 4).

Según el FMI y la opinión más extendida, el riesgo de una crisis de confianza en los mercados financieros acarrearía consecuencias más graves que una doble recesión, ya que se considera que la demanda privada en las economías en desarrollo se está recuperando de manera sostenible y sustituyendo a la demanda pública (FMI, 2011b). Así pues, según esta lógica, debería ser factible endurecer las políticas fiscales sin poner en peligro la recuperación mundial.

Aun suponiendo que el objetivo inmediato sea contener el coeficiente deuda pública/PIB, ese objetivo podría alcanzarse reduciendo el numerador (la cuantía de la deuda), incrementando el denominador (PIB nominal) o mediante una combinación de las dos opciones. La estrategia preferida por la mayoría es reducir la deuda, aun cuando las políticas escogidas puedan repercutir también negativamente en el crecimiento del PIB. De hecho, incluso los defensores de la reducción del déficit fiscal reconocen que el ajuste fiscal suele provocar efectos contractivos a corto plazo (Bornhorst y otros, 2010: 7; véase también FMI, 2010b). Sin embargo, se supone que estos costos a corto plazo serán moderados y temporales, y mucho menores que los costos a largo plazo, que presumiblemente se evitarían gracias al ajuste fiscal.

El FMI utilizó su *Global Integrated Monetary and Fiscal Model* para estimar el impacto del ajuste fiscal en las economías desarrolladas y halló que una disminución del déficit equivalente al 1% del PIB suele reducir el PIB real en aproximadamente un 0,5% al cabo de dos años (FMI, 2010b: 98). Según la simulación, el tipo de ajuste fiscal aplicado influye en el costo final: un ajuste basado en la reducción del gasto tendría un efecto menos contractivo que un ajuste realizado mediante un aumento de los impuestos². La diferencia no obedece a multiplicadores distintos resultantes de impuestos más elevados o de un menor gasto, sino a la hipótesis de que la segunda opción suele acompañarse de un importante estímulo monetario, que disminuye los tipos de interés, provoca una depreciación de la moneda y genera exportaciones netas. Por otra parte, el FMI se basa en el supuesto de que los bancos centrales suelen ser reacios a bajar los tipos de interés cuando el ajuste fiscal se realiza mediante

Si las medidas de austeridad reducen el crecimiento del PIB y los ingresos fiscales, posiblemente no se logre la reducción del déficit.

una subida de impuestos porque el incremento de los impuestos indirectos haría aumentar los precios (FMI, 2010b)³. Por consiguiente, los cálculos del FMI que muestran un costo relativamente bajo del ajuste fiscal en cuanto al crecimiento del PIB no estiman el impacto del ajuste propiamente dicho, sino que muestran más bien el efecto de un paquete de medidas compuesto por un ajuste fiscal basado en el gasto y la expansión monetaria, junto con un incremento neto de las exportaciones. Además, se supone que los socios comerciales aceptarían una apreciación de su moneda y un deterioro de su balanza comercial. Esto plantea la cuestión de la simultaneidad de los ajustes fiscales, ya que no todos los países pueden aumentar sus exportaciones netas al mismo tiempo. Sin los factores compensatorios mencionados más arriba, el costo estimado de la contracción fiscal en términos del PIB sería mucho más elevado. Así pues, si no se reducen los tipos de interés, un recorte del gasto equivalente al 1% del PIB supondrá una pérdida de producción del 1,1% en el primer año y del 1% en el segundo año. Si, además, el resto del mundo acomete un ajuste fiscal simultáneamente, la contracción del PIB será del 2% en los dos primeros años y el efecto negativo persistirá durante cinco años (FMI, 2010b).

Aunque se reconozca que el ajuste fiscal tiene un efecto negativo a corto plazo en el crecimiento, se supone que tendrá un efecto positivo a mediano y largo plazo. La disminución de la deuda pública resultante del ajuste fiscal⁴ reduciría la carga del pago de intereses y aumentaría la oferta de ahorro.

Ello redundaría, a su vez, en tipos de interés reales más bajos y atraería la inversión privada. En conjunto, las simulaciones del FMI encuentran que el efecto del ajuste fiscal en el crecimiento es ambiguo, con costos temporales a corto plazo, pero también con beneficios más permanentes para el PIB.

Se espera que las pérdidas se compensen totalmente con los beneficios en un plazo de cinco años (FMI, 2010b).

Así pues, el mecanismo central que se espera modere los costos a corto plazo del ajuste fiscal y produzca beneficios a largo plazo en las economías desarrolladas se basa principalmente en la reducción de los tipos de interés que iría asociada a unos

coeficientes de endeudamiento más bajos (Bornhorst y otros, 2010). Sin embargo, esa relación negativa entre los tipos de interés reales y el nivel de deuda pública dista mucho de ser evidente. El análisis de los datos correspondientes a una serie de países desarrollados revela que o bien la correlación entre las dos variables era débil y estadísticamente insignificante o bien (las más de las veces) se movía en la dirección opuesta a la esperada: de hecho, a un mayor endeudamiento correspondían tipos de interés más bajos y viceversa (gráfico 3.1). Se obtuvieron los mismos resultados cuando se compararon los tipos de interés reales con las variaciones del coeficiente deuda pública/PIB: la reducción del coeficiente correspondía a tipos de interés más elevados, no más bajos.

Por lo tanto, no cabe suponer que un ajuste fiscal efectivo vaya a propiciar tipos de interés más bajos, ya que esos tipos los determinan las autoridades monetarias. Ahora bien, aunque así ocurriera, ello no favorecería necesariamente la recuperación de la demanda, la inversión y el crecimiento. De hecho, en las economías desarrolladas gravemente afectadas por la crisis financiera, el sector privado todavía no ha terminado el proceso de desapalancamiento por el cual los agentes no financieros tratan de reducir su endeudamiento y los bancos de restablecer su nivel de capitalización. En esa “crisis de endeudamiento y deflación” (Fisher, 1933) o “recesión de balances” (Koo, 2010), no puede esperarse que unos tipos de interés bajos y los nuevos créditos allanen el camino para salir de la crisis. En ese tipo de coyuntura, la política monetaria da resultados asimétricos: el saneamiento de las finanzas públicas puede empeorar la situación, pero la expansión monetaria puede tener un efecto estimulador mínimo. Por lo tanto, apoyarse en la expansión monetaria o crediticia sería tan inútil como a “empujar una cuerda”, mientras que la contracción fiscal produciría un estancamiento de la recuperación económica. Y si debilita el crecimiento del PIB y los ingresos fiscales, es posible que no se consiga la reducción del déficit.

Pese a la falta de unos cimientos teóricos sólidos, la mayoría de las economías desarrolladas han acometido un saneamiento de las finanzas públicas, concentrándose en el gasto. Las reducciones del gasto en bienestar social, sanidad y pensiones es la medida más utilizada en los países de la OCDE, con una frecuencia de hasta el 60% (OCDE, 2011). Las reformas de las pensiones prevén el aumento

de la edad de jubilación y el congelamiento o la reducción de las prestaciones por jubilación. Otros recortes del gasto que guardan relación con la edad incluyen la atención sanitaria y la asistencia a largo plazo, con disminuciones previstas del 3% del PIB por término medio. Otras medidas están relacionadas con los salarios y el empleo en el sector público (en Grecia, Irlanda, Eslovenia y España, por ejemplo, se han reducido los sueldos, mientras que en Francia e Italia se han congelado). Por otra parte, las reducciones del gasto público en subsidios agrícolas se han aplicado menos en los países de la OCDE, con una frecuencia inferior al 15%. Además, en los Estados Unidos, por ejemplo, se han reinstaurado normas que requieren que las autoridades estatales y locales mantengan un presupuesto equilibrado, poniendo así término al período de gracia posibilitado por la financiación subvencionada del Gobierno federal. Ello significa que las restricciones repercutirán en todos los niveles de la economía.

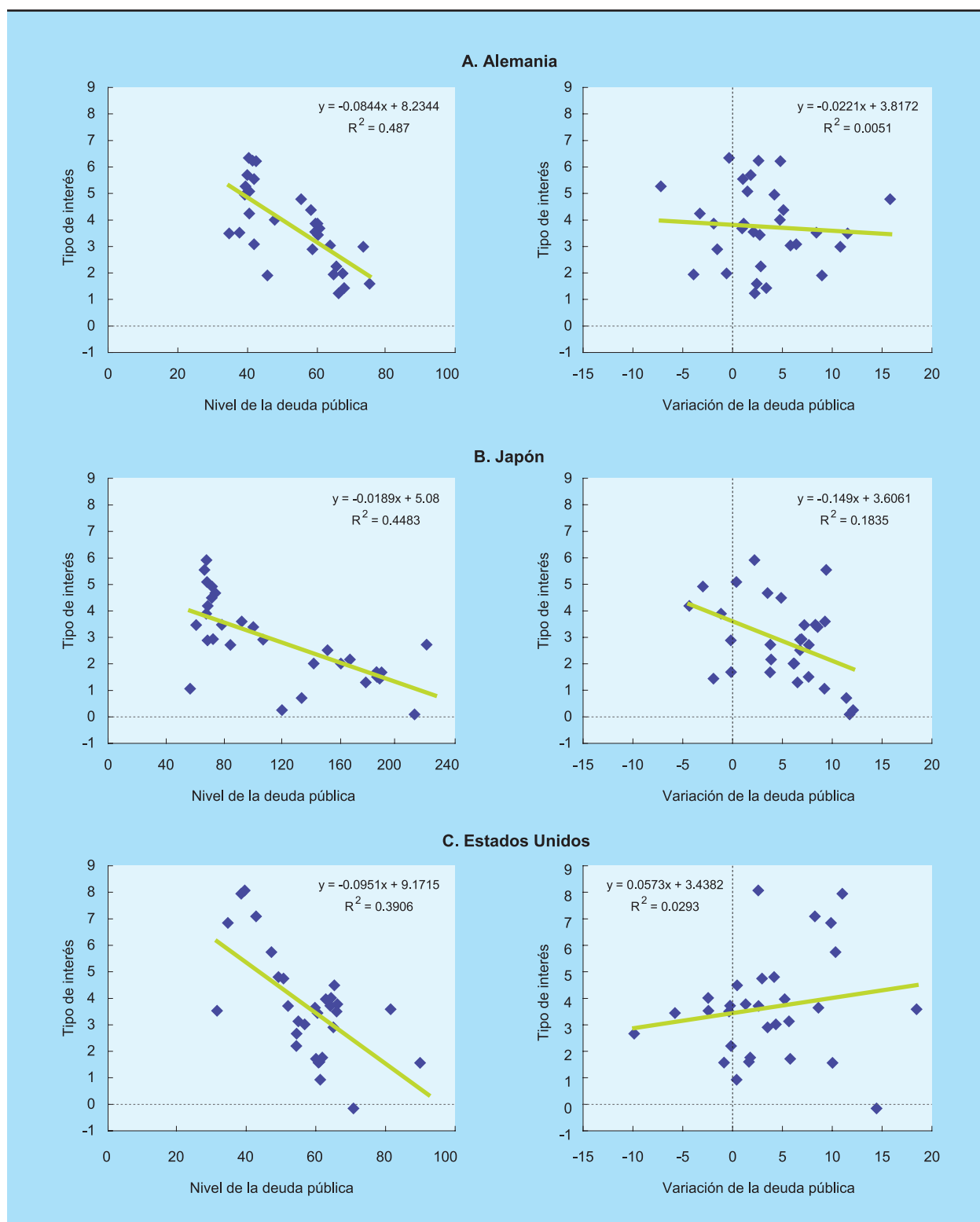
Un tercio de las políticas de ajuste fiscal anunciadas por los países de la OCDE consistió en un aumento de la presión fiscal. Los impuestos sobre el consumo son la medida tributaria más adoptada, ya que se incrementaron en 20 países de la OCDE. Los impuestos sobre el valor añadido, por ejemplo, experimentaron un incremento de 4 puntos porcentuales en Grecia, 3 puntos en Portugal y 2 puntos en España, suscitando preocupación por las repercusiones negativas en los pobres, que dedican la mayor parte de su renta a bienes de consumo y servicios. En cambio, los impuestos sobre la renta subieron en muchos menos países. Algunos países aumentaron el impuesto sobre la renta de los grupos de personas o empresas con mayores ingresos (por ejemplo, el impuesto extraordinario sobre los sueldos de la banca de 2010 y diversas medidas aplicadas a las rentas más elevadas en el Reino Unido), pero otros países disminuyeron el impuesto de sociedades y solo en el 25% de los casos se aumentó la tributación del sector financiero (OCDE, 2011).

En general, las medidas fiscales se han orientado a una reducción del gasto y un aumento de los impuestos sobre artículos que muy probablemente acentúen las diferencias en la distribución de la renta y, en consecuencia, podrían dificultar aún más una recuperación que ya es débil de por sí, puesto que los grupos de menor renta tienen mayor propensión al gasto.

Gráfico 3.1

RELACIÓN ENTRE LA DEUDA PÚBLICA COMO PORCENTAJE DEL PIB Y LOS TIPOS DE INTERÉS REALES A LARGO PLAZO EN ALEMANIA, EL JAPÓN Y LOS ESTADOS UNIDOS, 1981-2010

(En porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD, a partir de la *Historical Public Debt Database* y la base de datos *World Economic Outlook*, del FMI.

2. Ajuste fiscal sin estímulo previo: fundamentos de las políticas fiscales procíclicas

Cuando estalló la crisis, algunas de las economías europeas y en transición más afectadas solicitaron al FMI financiación de emergencia. Aunque el FMI aprobaba entonces las políticas fiscales anticíclicas, en la mayoría de esos países los programas que respaldaba entrañaban un ajuste fiscal, como era habitual en las condiciones que imponía. Por lo tanto, requería una restricción fiscal sin que hubiera un estímulo fiscal previo para limitar el impacto de una crisis que, en general, no había sido causada por déficits fiscales, como ya se ha dicho. Habida cuenta de la presión en los mercados financieros, los acreedores no concedieron ningún espacio fiscal a esos países.

A fin de obtener el apoyo del FMI, se espera que los países ajusten los déficits por cuenta corriente reduciendo la absorción interna (incluido un recorte del gasto público), lo que normalmente modera el crecimiento del PIB. Esos impactos que se producirán tarde o temprano son evaluados por el personal del FMI y reflejados en una carta de intenciones que firman los gobiernos interesados. Esas cartas contienen proyecciones económicas y objetivos que deben alcanzar los países. Resulta interesante comparar las previsiones a corto plazo (para el año siguiente a la firma de la carta de intenciones) con los resultados reales de los programas respaldados por el FMI. En el gráfico 3.2 se muestran los datos correspondientes a los países que han recurrido a la asistencia del FMI a causa de crisis financieras en dos períodos: a finales del decenio de 1990 y principios del decenio de 2000, y durante la crisis actual. Los datos revelan pautas similares. Los paquetes de medidas para impulsar la recuperación tras la crisis recomendados por las autoridades, incluido el FMI, en ambos períodos presentan una sobreestimación sistemática de la capacidad del sector privado para recuperarse, o una subestimación del tiempo necesario para que la inversión y el consumo vuelvan a los niveles anteriores. También se observa una divergencia entre la tasa de crecimiento estimada del PIB en los

períodos posteriores a la crisis en el eje horizontal (calculada por el FMI basándose en el supuesto de que los países aplicarían las políticas propuestas) y el crecimiento del PIB que se produjo realmente (eje vertical). Una línea de 45° en el gráfico indica que la estimación es igual a los resultados reales. Todos los países se encuentran a la derecha de esa línea (o sobre ella), excepto la Federación de Rusia a finales de los noventa e Islandia a finales del decenio de 2000 (cuando se produjo el impago de la deuda), lo que indica que las expectativas se incumplieron de manera sistemática. En algunos casos, las diferencias son considerables: en 1998, se pronosticó un crecimiento del PIB del 5% en Indonesia, pero en realidad se produjo un decrecimiento del 13%; se esperaba que Tailandia alcanzase un crecimiento del 3,5%, pero de hecho experimentó una contracción del 10,5%; y se preveía que la República de Corea tuviese un crecimiento del 2,5%, pero registró un 5,7% negativo. En los últimos años, los niveles de crecimiento se han sobreestimado en más de 5 puntos porcentuales en Georgia, Hungría, Letonia, Serbia y Ucrania.

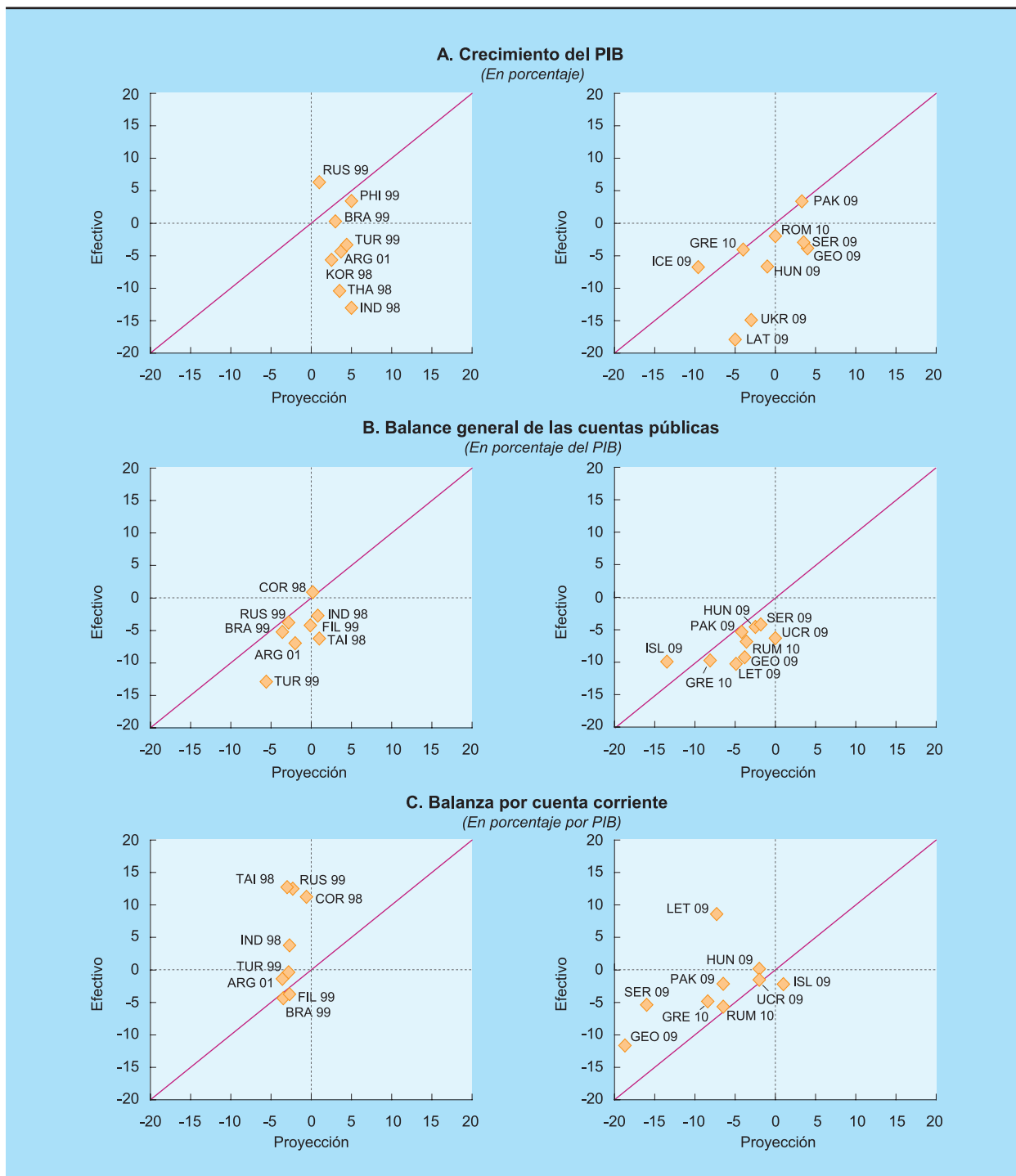
También se aprecian diferencias sistemáticas entre los pronósticos de las cartas de intenciones y los resultados reales en lo referente a las balanzas por cuenta corriente y los saldos fiscales. Existe una tendencia clara a subestimar los ajustes de la cuenta corriente, mientras que las cartas de intenciones son excesivamente optimistas en sus previsiones de reducción de los déficits fiscales. Parece que los ajustes fiscales y la contracción del PIB fueron demasiado severos para alcanzar el ajuste deseado en la cuenta corriente, o que los diseñadores de los programas no esperaban que los costos fuesen tan elevados en esos países.

La valoración errónea de los efectos de los ajustes fiscales parece ser la regla y no la excepción en los programas respaldados por el FMI. Según un examen detallado del ajuste fiscal en 133 programas apoyados por el FMI en 70 países realizado por la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) del FMI, existe una tendencia a adoptar objetivos fiscales basados en hipótesis demasiado optimistas sobre el ritmo de la recuperación económica por lo que inevitablemente se incumplen las expectativas

En los programas patrocinados por el FMI se han sobreestimado sistemáticamente la recuperación económica y el ajuste fiscal.

Gráfico 3.2

COMPARACIÓN ENTRE LAS PROYECCIONES DEL CRECIMIENTO DEL PIB, LOS SALDOS FISCALES Y LAS BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE EN PROGRAMAS PATROCINADOS POR EL FMI Y VALORES EFECTIVOS EN DETERMINADOS PAÍSES



Fuente: FMI, cartas de intenciones, disponibles en: <http://www.imf.org/external/np/cpid/default.aspx>; y Globstat de la UNCTAD.

Nota: Las fechas se refieren al año siguiente a la firma de la carta de intenciones.

ARG 01: Argentina, 2001; BRA 99: Brasil, 1999; COR 98: República de Corea, 1998; FIL 99: Filipinas, 1999; GEO 09: Georgia, 2009; GRE 10: Grecia, 2010; HUN 09: Hungría, 2009; IND 98: Indonesia, 1998; ISL 09: Islandia, 2009; LET 09: Letonia, 2009; PAK 09: Pakistán, 2009; RUM 10: Rumania, 2010; RUS 99: Federación de Rusia, 1999; SER 09: Serbia, 2009; TAI 98: Tailandia, 1998; TUR 99: Turquía, 1999; UCR 09: Ucrania, 2009.

fiscales, e hipótesis excesivamente optimistas acerca del ritmo de reactivación de la inversión privada. En el informe se señala que una evaluación más realista en determinadas circunstancias podría haber justificado la adopción de una política fiscal más relajada por razones anticíclicas (FMI, 2003: vii).

En todos los países donde se esperaba que el ajuste fiscal redujese el déficit presupuestario e impulsase la inversión y el crecimiento económico ha sucedido todo lo contrario. La demanda y la inversión del sector privado, en particular, han respondido con mayor lentitud de la esperada por el FMI. Además, los saldos fiscales, por términos medio, no mejoraron en los dos primeros años de los programas de ajuste fiscal, a pesar de ser un objetivo explícito de los programas. La principal razón de los déficits de los países que realizaron ajustes fiscales importantes fue que las administraciones públicas tuvieron unos ingresos menores de lo previsto. En cambio, las reducciones del gasto sí cumplieron las metas fijadas.

Este historial de programas de ajuste fallidos patrocinados por el FMI hace pensar que se basan en ideas macroeconómicas básicas incorrectas. La base teórica no está muy clara. La mayoría de los programas examinados por la OEI del FMI no explican los vínculos existentes entre el ajuste fiscal previsto y las mejoras esperadas de la situación externa, ni los supuestos en que se basa la recuperación proyectada del gasto privado y su relación con las políticas fiscales recomendadas. De hecho, es sorprendente que haya pocas razones que justifiquen las políticas de ajuste fiscal recomendadas en la mayoría de esos programas. Al parecer, un supuesto implícito es que la demanda de inversión privada es boyante y la contracción fiscal crea un margen para la financiación de esa inversión (FMI, 2003: 6), lo que significa que los sectores público y privado compiten por el uso de los recursos productivos, incluso en situaciones de recesión profunda, y que el gasto del sector público desplaza a la inversión del sector privado. Otra hipótesis implícita parece ser que el ajuste fiscal es la prueba determinante de la voluntad de un gobierno de pagar sus deudas y, por lo tanto, es necesario restablecer rápidamente la confianza de los inversores y propiciar una pronta recuperación del crecimiento. Desde esa perspectiva, el ritmo de la recuperación de la demanda del sector privado, y en particular de la inversión, depende de la confianza de los inversores

y de las condiciones de los mercados financieros, que a su vez están supeditadas a la percepción del grado de compromiso de las autoridades con respecto al programa (FMI, 2003: 111).

Las opiniones discrepantes sobre si debería considerarse el gasto público como un sustituto o como un complemento del gasto del sector privado giran en torno al debate sobre el “efecto de desplazamiento”. Quienes creen en los efectos del desplazamiento consideran que el aumento del gasto público reduce el gasto privado. En este caso, el gasto adicional se financia con préstamos y provoca un aumento de los tipos de interés que reduce la inversión y el consumo, a menos que el gobierno opte por aumentar los impuestos para enjugar el déficit fiscal, lo que reduce el ingreso privado disponible y la demanda. Por lo tanto, el estímulo público será, en el mejor de los casos, irrelevante, pudiendo incluso ser contraproducente si suscita inquietud entre los inversores privados. Los modelos teóricos que apoyan esta opinión han sido criticados por basarse en supuestos poco realistas —como la previsión perfecta, horizontes de planificación infinitos, mercados de capitales perfectos y la inexistencia de efectos en la distribución a través de la fiscalidad— que los hacen inadecuados para tomar decisiones en el mundo real. En particular, su punto de partida suele suponer el pleno empleo, cuando el debate se centra precisamente en cómo recuperarse de la depresión económica. Sin embargo, incluso en períodos más normales, las pruebas empíricas del efecto de desplazamiento son, en el mejor de los casos, insuficientes (véase el recuadro 3.1).

3. El caso especial de los países ricos en recursos naturales

El FMI preconiza también un saneamiento de las finanzas públicas en los países en desarrollo en rápido crecimiento con niveles reducidos de deuda pública, aduciendo que debe evitarse un recalentamiento en lugar de reducir coeficientes de endeudamiento elevados (FMI, 2011b). En particular, sostiene que los gobiernos que perciban unos ingresos fiscales considerables gracias a los elevados precios de los productos básicos deberían abstenerse de aumentar el gasto público y, en cambio, reconstituir reservas financieras que tengan una función amortiguadora cuando bajen los precios de los productos básicos (FMI, 2011a).

Recuadro 3.1

ESTÍMULO FISCAL Y EFECTO DE DESPLAZAMIENTO

La opinión de que el estímulo fiscal no fomenta la demanda agregada se basa en la idea de que las políticas públicas expansivas reducen necesariamente el gasto privado anulando el estímulo deseado.

A fin de aclarar este razonamiento, es útil partir de la definición de estímulo fiscal como un incremento del gasto público que no se corresponde con un aumento de los impuestos, o una reducción de impuestos que no se corresponde con un descenso del gasto público. En ambos casos el saldo fiscal sufriría un deterioro y podría incrementarse el déficit de las finanzas públicas.

Un argumento que explica la ineficacia de la política fiscal es que un déficit presupuestario más elevado requerirá una emisión de bonos del Estado, que a su vez propiciará un aumento del tipo de interés y desplazará la inversión privada. La magnitud de ese desplazamiento depende de muchos factores y se admite, en general, que es poco probable que el desplazamiento se produzca en períodos de atonía de la demanda y niveles bajos de los tipos de interés a nivel mundial.

Otro argumento que sostiene la ineficiencia de la política fiscal se basa en la idea de que un aumento de la deuda conducirá a impuestos más elevados en el futuro y que los ciudadanos previsores podrían decidir aumentar su ahorro para poder pagar futuros impuestos (Barro, 1974). Así pues, un déficit más elevado ocasionaría una reducción directa del consumo y no repercutiría en el nivel de actividad económica.

Según estas opiniones, incluso si el estímulo fiscal aumentase la demanda pública o los ingresos privados disponibles, existen dos factores que podrían contrarrestar la política pública expansiva: unos tipos de interés más elevados debidos a un endeudamiento público neto, que irían en detrimento de la inversión privada, o un mayor ahorro privado en prevención de futuros pagos de impuestos. Ambas hipótesis resultan problemáticas. En el primer argumento, incluso un aumento relativamente importante del endeudamiento del Estado difícilmente podría producir una subida de los tipos de interés, porque seguiría siendo marginal en comparación con el total de activos existentes en el mercado de capitales y se produciría en un momento en que el endeudamiento privado decrece como consecuencia de la recesión. Además, aun cuando se subiesen los tipos de interés, el gasto público financiado con la deuda haría aumentar la demanda agregada y, con ello, el deseo de invertir. En tal caso, se generarían dos efectos en direcciones opuestas, pero si bien no hay dudas en cuanto al efecto sobre la demanda, el efecto sobre los intereses es incierto, especialmente porque es plausible asumir que si aumentase el gasto público financiado con la deuda, el banco central adoptaría medidas de relajación monetaria y reducción de los tipos de interés. La segunda hipótesis supone que los agentes, conscientes de la limitación presupuestaria intertemporal del gobierno, esperan que un incremento del déficit fiscal financiado con la deuda dé lugar a aumentos futuros de los impuestos y que, en consecuencia, limiten el gasto actual. Esta hipótesis de comportamiento se basa en el supuesto de expectativas racionales, la lógica del equilibrio del mercado y otras suposiciones rigurosas, como la existencia de mercados crediticios perfectos, la prevención perfecta, impuestos a tanto alzado y agentes con una vida infinita o la existencia de lazos intergeneracionales entre todos los agentes. Todas estas hipótesis poco realistas deberían aconsejar cautela a las autoridades a la hora de recomendar políticas que se basan en ellas (a esto se le conoce en las publicaciones especializadas como el teorema de la equivalencia ricardiana). Además, una hipótesis implícita es que los agentes privados no esperan que el gobierno busque financiación monetaria del banco central, en vez de aumentar los impuestos, para el servicio futuro de la deuda. Si lo hicieran, siguiendo la lógica del teorema, los contribuyentes potenciales no tendrían ningún motivo para aumentar su tasa de ahorro. Y lo que es más importante, el punto de partida del razonamiento de Barro de que debe reembolsarse la deuda pública no es nada evidente. En general, la deuda pública que está llegando a su vencimiento se arrastra o se sustituye por nueva deuda, ya que lo que buscan los rentistas no es recuperar su capital, sino que este produzca un rendimiento razonable. Además, ese teorema soslaya por completo los efectos dinámicos de las políticas de estímulo fiscal, especialmente en una economía con un bajo nivel de utilización de la capacidad productiva. En ese caso, un aumento del gasto fiscal generará nueva demanda y una mayor producción, que a su vez impulsarán tanto los ingresos privados como las entradas fiscales. En esa situación, es más probable que se produzca un efecto de atracción como consecuencia del gasto público adicional, que provoca un aumento de la demanda privada, en vez de un efecto de desplazamiento. Incluso si las medidas de estímulo favorecen

Recuadro 3.1 (continuación)

un déficit fiscal y una deuda pública más elevados a corto plazo, esa no es una razón suficiente para que el sector privado ponga freno al gasto, ya que racionalmente puede esperar que sus ingresos, y por lo tanto su base impositiva, crezcan de resultas del efecto expansivo del aumento del gasto. Más aún, el coeficiente deuda/PIB tenderá normalmente a reducirse gracias a la recuperación económica y las generaciones futuras heredarán no solo esa deuda, sino también la capacidad productiva que contribuyó a financiar. Las pruebas empíricas de los presuntos efectos de desplazamiento del gasto financiado mediante déficit no son sólidas. Aschauer (1989) indicó, con respecto a los Estados Unidos, que la inversión pública tenía un efecto de atracción general de la inversión privada y que los capitales públicos y privados podían considerarse complementarios. Eisner (1995; 2006) mostró que los déficits fiscales de los Estados Unidos y los demás países de la OCDE —ajustados con arreglo a la inflación y los ciclos— tienden a reducir el desempleo y tienen una repercusión positiva en la producción y la inversión. También encontró que no había un efecto significativo sobre los precios.

En lo que atañe a los efectos de los déficits fiscales sobre los tipos de interés, Gale y Orszag (2003) llegaron a la conclusión de que en los Estados Unidos esos efectos eran positivos pero insignificantes desde el punto de vista económico. Laubach (2004) mostró que para los países del G-7, excepto Francia, los coeficientes de la relación entre el déficit y el PIB eran insignificantes o bien implicaban que los déficits redujeron efectivamente los tipos de interés reales a largo plazo, como en Alemania y el Japón. Al revisar las publicaciones pertinentes sobre la cuestión, los economistas del FMI Hemming, Kell y Mahfouz (2002: 36) consideraron que había pocos indicios de un desplazamiento directo o de un desplazamiento por efecto de los tipos de interés y el tipo de cambio. La evidencia tampoco corrobora la equivalencia ricardiana plena ni una compensación ricardiana parcial significativa. Angeriz y Arestis (2009) llegaron a una conclusión similar.

Naturalmente, sobre la base de la lógica expuesta en la sección anterior, no está claro que los ajustes fiscales tengan realmente efectos anticíclicos (es decir, frenen un crecimiento económico rápido), porque podrían reforzar la confianza de los inversores y atraer una mayor inversión privada. Sin embargo, es cierto que las autoridades económicas de los países ricos en recursos naturales encuentran dificultades específicas en la gestión de la política fiscal, especialmente en los países en desarrollo y en transición en los que una proporción considerable de la renta nacional procede de las industrias extractivas. A continuación se examinan esas dificultades.

Una de las dificultades guarda relación con la volatilidad elevada de los precios de los hidrocarburos y los recursos minerales, que contribuye a la incertidumbre y la inestabilidad de los ingresos públicos y puede provocar ciclos de auge y caída del gasto. Otra de las dificultades es que, dado que los recursos naturales no son renovables y acabarán por agotarse, las autoridades fiscales deben abordar también aspectos relativos a

la sostenibilidad fiscal a largo plazo y la distribución intergeneracional de los ingresos procedentes de esos recursos. Además, la gestión macroeconómica de esos países puede verse complicada por el síndrome holandés, ya que los beneficios en divisas obtenidos de las exportaciones de las industrias extractivas pueden dar lugar a una revaluación de la moneda, que provocaría una pérdida de competitividad de otros sectores de la economía que no se basan en los recursos, como algunas actividades agrícolas y manufactureras.

El saldo fiscal depende enormemente de los ingresos provenientes de los recursos naturales en muchos países exportadores de petróleo del Asia Occidental y África, donde suelen superar el 70% de los ingresos fiscales totales⁵. Además, la importancia de los recursos naturales para los ingresos fiscales de esos países parece haber ido en aumento en los años de auge de los productos básicos (Torre, Sinnott y Nash, 2010; OCDE, 2010).

Los gobiernos de los países ricos en recursos naturales se enfrentan a decisiones difíciles en su

política fiscal. En primer lugar, para conseguir el espacio fiscal necesario para aplicar políticas fiscales anticíclicas y alcanzar sus objetivos de desarrollo, necesitan asegurarse una proporción suficiente de la renta procedente de sus recursos primarios. Por lo tanto, debería garantizarse la distribución equitativa de esa renta entre el gobierno y el sector privado (a menudo empresas transnacionales extranjeras) (TDR 2005, cap. III y TDR 2010, cap. V). Durante el período de auge de los precios de los productos primarios de 2002-2008, varios países exportadores de esos productos revisaron su régimen fiscal. Este proceso de modificación de la fiscalidad de las industrias extractivas puede haberse interrumpido, o incluso invertido en algunos casos, cuando empezó la crisis financiera y económica mundial, ya que la capacidad negociadora de las autoridades frente a las empresas mineras y petroleras transnacionales se vio debilitada. A raíz de los nuevos incrementos de los precios de 2010-2011, algunos gobiernos están tratando, una vez más, de revisar esos regímenes⁶.

Cuando el gobierno percibe los ingresos de la explotación de recursos naturales, debe decidir qué parte desea gastar y qué parte ahorrar, ya sea con fines de estabilización macroeconómica para utilizarlos en períodos de carestía, ya sea para las generaciones futuras. La parte destinada al gasto puede dedicarse al consumo corriente o la inversión en capital. Estas decisiones tendrán repercusiones distintas para el crecimiento y el desarrollo a largo plazo. Por ejemplo, los gastos de capital pueden contribuir a mejorar la infraestructura y ampliar la capacidad productiva del país, facilitando de ese modo la diversificación y el cambio estructural y reduciendo la dependencia de los productos básicos. El gasto corriente en educación y sanidad puede también contribuir notablemente al crecimiento al aumentar la productividad laboral. En la medida en que todos esos gastos aumenten la capacidad productiva, también beneficiarán a las generaciones futuras. Otro modo de aumentar la productividad y

Los países ricos en recursos naturales son vulnerables a la volatilidad de los precios y deberían crear un espacio para las políticas anticíclicas.

Una parte importante de los ingresos procedentes de la explotación de los recursos naturales debería servir para financiar la infraestructura pública y los servicios sociales a fin de lograr la diversificación y el cambio estructural.

la competitividad de los sectores de la economía que no se basan en los recursos sería utilizar los ingresos públicos procedentes de las industrias extractivas para aumentar la inversión pública, por ejemplo en infraestructura. Por último, el gasto puede orientarse hacia las importaciones o los bienes de producción nacional, que pueden también servir de estímulo a la oferta interna. Sin embargo, el gasto en importaciones de bienes de capital y tecnología puede ser especialmente necesario en los países más pobres para fomentar el desarrollo a largo plazo.

Dado que los países ricos en recursos naturales son especialmente vulnerables a los factores externos, los países que no aplican políticas fiscales anticíclicas tienden a experimentar fuertes fluctuaciones económicas. De hecho, en esos países los estabilizadores automáticos que podrían ayudar a contrarrestar los impactos externos suelen ser débiles o inexistentes. Cuando caen los precios de los productos básicos, los recursos públicos disminuyen, lo cual suele repercutir en el gasto público y la actividad económica. En este caso, el deterioro del saldo fiscal no se debe a que los ciudadanos pagan menos impuestos o, por ejemplo, a que se efectúan mayores transferencias a los desempleados; simplemente obedece a la reducción de los ingresos públicos resultante de la menor rentabilidad de las exportaciones. Por lo tanto, los déficits fiscales no tienen ningún efecto significativo de estímulo automático. De modo análogo, durante los períodos de precios elevados de los productos básicos, el incremento de los ingresos públicos no ejerce ningún efecto restrictivo sobre la demanda interna porque no reduce el ingreso de los contribuyentes nacionales. Dicho de otro modo, esos países no pueden depender de los estabilizadores automáticos y, por ello, han de establecer normas y mecanismos a fin de crear un espacio para las políticas anticíclicas.

El impacto negativo de la inestabilidad de los ingresos públicos a causa de la volatilidad de los precios de los productos básicos puede atenuarse adoptando normas fiscales, estableciendo hipótesis conservadoras en el presupuesto acerca de los precios futuros de los productos básicos de que se trate y creando fondos de ahorro o de estabilización de esos productos. A fin de que cumplan una función anticíclica, los fondos funcionarán de modo que en los períodos de bonanza, cuando los precios son elevados, los recursos se depositen en el fondo para utilizarlos en tiempos difíciles de caída de los precios. Los fondos depositados en el extranjero ayudarán a evitar una apreciación del tipo de cambio, además de crear una reserva para contribuir a la estabilización macroeconómica o financiar el gasto de las generaciones futuras.

Las prioridades de la política fiscal de los países ricos en recursos naturales variarán en función del nivel de desarrollo. En los países de renta alta, las políticas que favorecen la equidad intergeneracional y la estabilización pueden revestir mayor importancia. En Noruega, por ejemplo, los ingresos procedentes del petróleo se depositan en el fondo del gobierno para las pensiones, y el rendimiento de las inversiones en el fondo, estimado en un 4%, se gasta a lo largo del tiempo (NORAD, 2009). En los países en desarrollo de renta media, como Chile, la estabilización macroeconómica puede ser también un objetivo pertinente; de hecho, los fondos de estabilización han facilitado las políticas anticíclicas durante la crisis experimentada por el país.

Sin embargo, en los países de renta más baja, con necesidades apremiantes de reducción

de la pobreza y desarrollo, retirar de la mayoría de los fondos de la economía para invertirlos en activos financieros en el extranjero no parece ser la mejor opción. En cambio, la utilización de una parte importante de los ingresos derivados de la explotación de los recursos naturales para la inversión pública en infraestructura, mejoras en la educación y la sanidad y la prestación de servicios sociales básicos puede dar un mejor rendimiento. Si los resultados son satisfactorios, se podría favorecer así la diversificación y el cambio estructural, que, a su vez, propiciarían la ampliación de la base tributaria y, de ese modo, reducirían la dependencia del gobierno con respecto a los ingresos derivados de los productos básicos. No obstante, esos países siguen teniendo que retirar parte de los ingresos para disponer de los medios financieros necesarios para aplicar políticas anticíclicas y facilitar el gasto.

El fuerte impacto de la crisis económica y financiera mundial en los países que dependen de los recursos naturales ha puesto de relieve la importancia de que esos países apliquen políticas fiscales anticíclicas. Además, resulta incluso más evidente la necesidad de diversificar su estructura de producción y de exportación para reducir su dependencia con respecto a los ingresos obtenidos solamente de un pequeño grupo de productos básicos, cuyos precios son muy volátiles. En este contexto, es importante integrar las políticas relativas a las industrias extractivas en las estrategias nacionales de desarrollo con el fin de transformar su base de recursos naturales en capital físico, generar oportunidades de empleo y promover el desarrollo humano, lo que a su vez reducirá su vulnerabilidad fiscal y contribuirá a ampliar su espacio fiscal.

C. Aspectos cualitativos y cuantitativos del espacio fiscal

El espacio fiscal puede definirse como aquella situación en que el presupuesto del sector público proporciona suficiente financiación para conseguir un objetivo deseado sin reducir la sostenibilidad de las finanzas públicas (Heller, 2005; Ostry

y otros, 2010). Heller insiste en la creación de ingresos y el cambio de prioridades en el gasto y el endeudamiento sobre una base sostenible como medio principal para crear espacio fiscal. Si bien son dos opciones viables, los aspectos monetarios

y otros aspectos de política fiscal pueden resultar también muy útiles porque afectan a la corriente de ingresos del Estado y, por tanto, influyen en la sostenibilidad. Por eso, intentar determinar el nivel de deuda crítico superado el cual se pondría en peligro la solvencia, sin tener en cuenta los efectos dinámicos de otras políticas macroeconómicas, es un esfuerzo inútil. En esta sección se destaca la necesidad de una definición dinámica de espacio fiscal, a la vez que se demuestra que otros factores, como la política monetaria y el entorno financiero internacional, podrían ser también relevantes para crear ese espacio. Se incluye también un examen de los tipos de política fiscal que favorecerían más la ampliación del espacio fiscal.

1. Una perspectiva amplia y dinámica del espacio fiscal

Cuando estalló la crisis financiera mundial, parecía relativamente claro que los gobiernos tanto de los países desarrollados como de los países en desarrollo contaban con un espacio fiscal suficiente para hacer frente a la contracción económica. Aunque inicialmente existía un consenso significativo en torno a la necesidad de una política fiscal expansiva para superar la crisis (Spilimbergo y otros, 2008), los niveles cada vez más elevados de deuda han provocado un rápido cambio de opinión en favor de un ajuste fiscal para evitar los riesgos que pueden derivarse de niveles más altos de deuda pública. Esta opinión es acorde con la sabiduría tradicional, que sugiere que, del mismo modo que las familias no pueden gastar más de lo que ingresan, los gobiernos también deben vigilar sus bolsillos.

Sin embargo, si todos los agentes económicos recortan el gasto, la corriente de ingresos disminuirá. A menos que otro agente esté dispuesto a gastar, la política de “apretarse el cinturón” es contraproducente para el conjunto de la economía. Por definición, solo puede generarse ingreso si alguien gasta. En el contexto de una depresión profunda, solo el gobierno puede aumentar el gasto en moneda nacional e invertir la espiral descendente de reducción del gasto y disminución de los ingresos y el empleo. Además, dado que cierto nivel de gasto se efectúa a base de crédito, existe una relación entre gasto y deuda para la economía en general, en la que parte de la deuda es privada (hogares y empresas) y parte, pública. Si se reduce la deuda privada y todas

las demás variables permanecen constantes, el gasto deberá disminuir. En ese caso, la deuda pública deberá aumentar para respaldar el gasto y solo podrá reducirse cuando se restablezca la capacidad privada para aumentar el endeudamiento.

Si el gasto público incide en la actividad económica propiciando que las tasas de crecimiento aumenten más que las de endeudamiento, el coeficiente deuda/PIB tenderá a caer (Barba y Pivetti, 2009). El aumento del gasto fiscal no se traduce necesariamente en un aumento equivalente del déficit fiscal primario, porque puede generar también ingresos fiscales. Sin embargo, es necesario evaluar la evolución de los tipos de interés de la deuda pública, que algunos analistas relacionan con el nivel o la evolución de esa deuda. Dicho de otro modo, debe evaluarse el efecto global de las medidas de estímulo fiscal sobre el déficit fiscal y el crecimiento. Si su impacto en el crecimiento es mayor que su impacto inmediato en el saldo fiscal general, entonces el gobierno no se enfrenta a un problema de insolvencia, aun cuando el déficit sea de gran magnitud a corto plazo. La cuestión de la sostenibilidad de la deuda pública es, pues, fundamental en cualquier debate sobre la política fiscal adecuada, y las variables que determinan la sostenibilidad, los déficits fiscales, el crecimiento del PIB y los tipos de interés de la deuda pública son esenciales para comprender la política fiscal.

Los tipos de interés de la deuda pública se ven afectados por la política monetaria, ya que tienden a disminuir cuando el banco central reduce el tipo de interés a corto plazo. Eso es de esperar, pues los bonos del Estado, las letras del Tesoro y otros activos de bajo riesgo siguen pagando una prima de liquidez con respecto al tipo monetario básico. Sin embargo, salvo que existan razones para creer que esos activos entrañan un riesgo adicional, la prima de liquidez no debería modificarse y los tipos de los bonos y las letras deberían seguir aproximadamente las oscilaciones del tipo básico.

El banco central también puede intervenir directamente en los mercados de bonos e influir en el tipo de interés a largo plazo. Se recurre a la expansión monetaria cuando la fijación del tipo de interés a corto plazo no basta para influir en el gasto económico y, por lo tanto, el banco central se concentra directamente en el tipo a largo plazo. En ese caso, el banco central compra bonos del Estado

en los mercados secundarios, dando a entender que los tipos de interés se mantendrán bajos a fin de estimular el gasto (Bernanke y Reinhart, 2004).

Y lo que es más importante, unos tipos de interés a largo plazo más bajos suponen niveles también más bajos de servicio de la deuda para el sector público, lo que incrementa el espacio fiscal, ya que los recursos asignados al pago de intereses pueden emplearse para otros fines. En ese sentido, la expansión monetaria subraya la gran interdependencia que existe entre la política monetaria y la política fiscal. La política fiscal es más eficiente cuando los tipos de interés nominales a corto plazo alcanzan su límite inferior tendiente a cero (Christiano, Eichenbaum y Rebelo, 2009; Woodford, 2011); pero también una política monetaria orientada a mantener tipos más bajos para la deuda pública a largo plazo constituye una palanca esencial para hacer más eficaz la política fiscal.

2. Tipos de interés y espacio fiscal

Como se examinó en el capítulo II del presente informe, los coeficientes deuda/PIB responden en gran medida a la interacción de los tipos de interés y el crecimiento de la producción. En ese sentido, es posible que las economías con déficits fiscales persistentes presenten un coeficiente deuda/PIB sostenible —e incluso decreciente— si el tipo de interés es sistemáticamente inferior a la tasa de crecimiento (Pasinetti, 1997; Roubini, 2001). Esto es la base de lo que Keynes calificó como la “eutanasia del rentista”, en que los tipos de interés bajos propician una expansión fiscal sostenible.

Durante el período de prosperidad de la posguerra, los bajos tipos de interés permitieron una expansión fiscal favorable a la recuperación y a la instauración del estado asistencial en Europa y otros países desarrollados, así como la creación de infraestructura y un acercamiento de los países en desarrollo a los niveles de los países desarrollados. Este período es conocido como la “edad de oro del capitalismo” (Marglin, 1990). La evolución de las dinámicas de los tipos de interés experimentó dos fracturas importantes. En la primera, a partir de finales de los años setenta y principios de los ochenta, se produjo un fuerte incremento de los tipos de interés que condujo a una inversión de la

dinámica de la deuda. La segunda, que tuvo lugar a comienzos del decenio de 2000, guarda relación con un descenso de los tipos de interés por término medio, en los países desarrollados.

Tras la primera fractura, la mayoría de los tipos de interés reales superaron la tasa de crecimiento del PIB en los países desarrollados (por ejemplo, en Alemania, los Estados Unidos y el Japón), así como en América Latina (México), Europa Oriental (Polonia) y el África Subsahariana (Sudáfrica), pero no en los países de Asia (por ejemplo, China y la República de Corea). En la fase siguiente, entre 2001-2003 y la Gran Recesión, se produjo un cambio de tendencia (gráfico 3.3), con unos tipos de interés reales más bajos que las tasas de crecimiento en casi todos los países reflejados en el gráfico. Y, a pesar de la breve caída del PIB, la tendencia se ha mantenido hasta nuestros días.

Ello sugiere que, mientras los coeficientes deuda/PIB mostraron una tendencia ascendente en los países desarrollados como consecuencia de tipos de interés elevados hasta el cambio de siglo, a partir de entonces, pese a reducciones notables de los tipos de interés, los coeficientes siguieron aumentando a causa de la Gran Recesión, dando lugar a un menor crecimiento y un agravamiento de los déficits fiscales. En cambio, en Asia los coeficientes deuda/PIB se han mantenido bajo control, aun cuando la crisis de Asia y la Gran Recesión ejercieron presión sobre los saldos fiscales. En otras palabras, los tipos de interés más bajos de los países de Asia les han permitido disfrutar de un espacio fiscal más amplio.

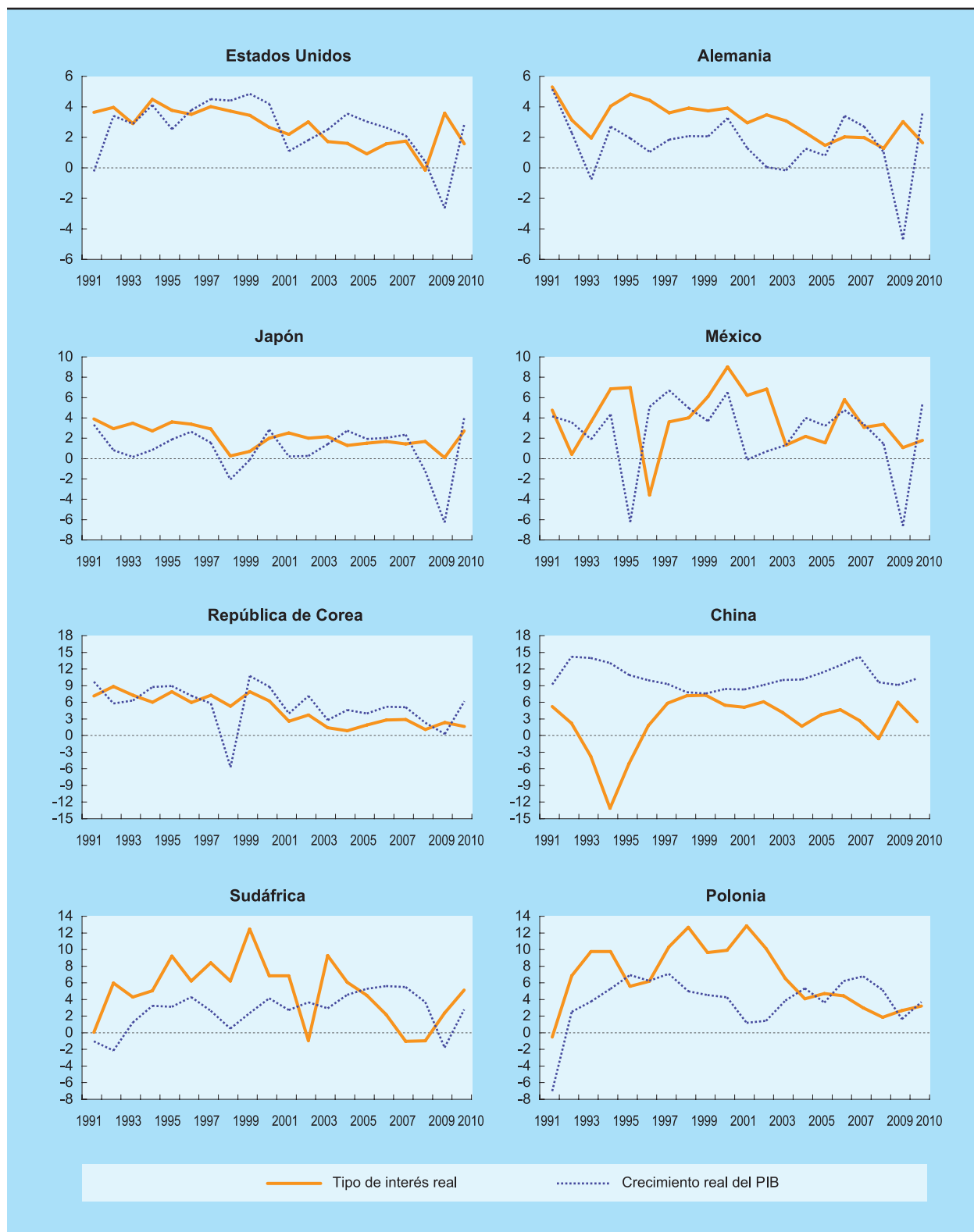
En América Latina, el África Subsahariana y Europa Oriental, la sostenibilidad de la deuda se consiguió mediante una combinación de notables ajustes fiscales expansivos (esto es, crecimiento del gasto acompañado de un aumento de los ingresos). Estos ajustes fueron posibles alcanzando y manteniendo superávits primarios durante largos períodos, renegociando la deuda a fin de reducir el total pendiente y, en los últimos años, con un crecimiento económico relativamente rápido. En ese sentido, la política monetaria tuvo un menor papel en la creación de espacio fiscal en esas regiones.

En parte, el problema de los tipos de interés más elevados en algunos países en desarrollo obedece a la dificultad para hacer frente a la

Gráfico 3.3

TIPO DE INTERÉS REAL Y CRECIMIENTO REAL DEL PIB EN DETERMINADOS PAÍSES, 1991-2010

(En porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de UNCTADstat; FMI, base de datos *International Financial Statistics*, y las fuentes del cuadro 1.1.

volatilidad de las corrientes de capital y la necesidad de evitar la evasión de capitales. Además, en algunos países, especialmente en América Latina, el tipo de interés se mantiene en un nivel elevado para luchar contra la inflación.

La crisis ha dado lugar a un mayor endeudamiento público en muchas economías desarrolladas. Sin embargo, no está claro que esos niveles de deuda sean insostenibles ni que la política fiscal deba promover la austeridad si la recuperación económica y unos tipos de interés reales bajos son suficientes para mantener el coeficiente deuda/PIB en una senda estable. Los bancos centrales de todo el mundo controlan en gran medida los tipos de interés y no puede justificarse un aumento de los tipos cuando la recuperación mundial sigue siendo frágil. Si aparecen presiones inflacionistas no relacionadas directamente con un exceso de demanda, podría recurrirse a políticas alternativas para hacer frente al problema, como una política de ingresos (*TDR 2010*). Incluso en los países donde la percepción de un riesgo de insolvencia ha propiciado una subida de los tipos de interés, deberían tomarse medidas para mantener los tipos bajos o moderados porque unos tipos excesivamente elevados no inducirán a la reanudación de los préstamos voluntarios. A fin de limitar el aumento de los tipos, deben aplicarse medidas extraordinarias que proporcionen crédito a tipos más bajos, tal como se examina en la sección siguiente.

En suma, la política monetaria es un instrumento esencial, no solo para promover el nivel de actividad a la vez que se mantiene la estabilidad, sino también para crear el espacio de política fiscal necesario. Estas son buenas razones para pensar que la política monetaria debería seguir creando espacio fiscal mediante unos tipos de interés bajos en una situación de recuperación mundial a dos velocidades en la que países desarrollados como el Japón, varios países europeos y los Estados Unidos se enfrentan a una recuperación muy lenta y los países en desarrollo se mantienen firmes en la senda de la convergencia⁷. Ahora bien, sobre todo cuando los tipos de interés son reducidos o se sitúan en el límite inferior tendiente a cero y la demanda de crédito sigue siendo débil, como suele suceder después de una crisis financiera (Corsetti, Meier y Müller, 2010), la política fiscal debería asumir toda la responsabilidad de promover el crecimiento de la producción. A ese

respecto, el modo en que el sector público gasta y recauda los ingresos adquiere gran importancia.

3. Finanzas funcionales y multiplicadores fiscales

Un aspecto cualitativo importante del espacio fiscal es que el modo en que el sector público gasta y recauda impuestos no es neutral; las distintas opciones políticas permiten que los recursos se destinen a objetivos específicos y dan resultados macroeconómicos distintos (véase el recuadro 3.2). Este enfoque se conoce como las “finanzas funcionales”, ya que se concentra en las funciones del gasto y la fiscalidad en la economía, en lugar de considerar, *a priori*, que todos los tipos de intervención fiscal producen efectos similares (Berglund y Vernengo, 2006).

En principio, como señalaron Spilimbergo y otros (2008), el gasto debería tener una ventaja inmediata sobre las reducciones de impuestos a la hora de estimular la economía, simplemente porque favorece directamente un aumento en las compras y la demanda, mientras que las reducciones de impuestos requieren que los agentes económicos inviertan los beneficios obtenidos de la reducción tributaria. Ello es especialmente cierto cuando el sector privado está muy endeudado, en cuyo caso se aprovecha parte de las reducciones de impuestos para pagar deudas pendientes en vez de dedicarla al consumo y a la inversión⁸. Además, cabe esperar que en una economía relativamente abierta, algunos de los efectos tanto del gasto público como de la reducción de impuestos se filtren al sector exterior, en cuyo caso las medidas concertadas a nivel mundial resultarían sin duda más eficaces. De hecho, los hechos parecen corroborar esta opinión (Ilzetzki, Mendoza y Vegh, 2010).

Además, algunos tipos de gasto tienen inevitablemente no solo mayores efectos multiplicadores del gasto (es decir, un gasto adicional mayor por cada dólar gastado por el sector público), sino también mayores efectos multiplicadores del empleo (es decir, un mayor número de personas contratadas con el mismo nivel de gasto). Por consiguiente, el gasto destinado a sectores con efectos multiplicadores del empleo más elevados parece más adecuado para fomentar la recuperación. Aparte de las ventajas sociales evidentes de aumentar el empleo, este

Recuadro 3.2

LOS MULTIPLICADORES FISCALES

Los multiplicadores fiscales son difíciles de evaluar debido al carácter endógeno de las variables fiscales y a la dificultad de obtener instrumentos fiables relativos al gasto exógeno y los cambios tributarios. Existen básicamente dos métodos para estimar los multiplicadores fiscales: el modelo macroeconómico estructural según la tradición de la Comisión Cowles, que incorpora los principales elementos de la revolución keynesiana; y el modelo vectorial autorregresivo (VAR) empírico, donde la especificación se determina puramente sobre la base de los datos disponibles.

La diferencia básica es que el antiguo modelo macroeconómico especifica la estimación sobre la base de un modelo teórico y trata de medir coeficientes, mientras que el VAR no impone muchas restricciones a los parámetros. El VAR está asociado con el desarrollo de teorías reales de los ciclos económicos y ha sido incorporado en el nuevo modelo keynesiano de equilibrio general estructural dinámico, que supone que el ciclo económico puede considerarse una desviación con respecto a la tendencia. Las fases de auge y depresión son temporales y los agentes con expectativas racionales lo saben. Existe la firme suposición de que el sistema económico recuperará el equilibrio después de una crisis. Dicho de otro modo, el VAR se elaboró esencialmente para analizar los impactos exógenos en las series autorregresivas con reversión a la media. Como es lógico, el viejo modelo macroeconómico estructural tiende a predecir valores más elevados para los multiplicadores de la política fiscal.

En el cuadro que se presenta a continuación figuran algunos resultados recientes compilados a partir del creciente número de artículos especializados sobre los efectos de la política fiscal sobre el nivel de actividad utilizando ambos métodos. Todos los estudios muestran una gama de multiplicadores que depende de varios aspectos: los multiplicadores del gasto y los impuestos, la orientación de la política monetaria, el régimen del tipo de cambio y la existencia de una crisis financiera. Hall (2009), Corsetti, Meier y Müller (2010), Ilzetzki, Mendoza y Vegh (2010), así como las estimaciones de la UNCTAD utilizan la metodología VAR. Esas estimaciones VAR para los Estados Unidos de 1980 a 2010 encuentran una gama de multiplicadores que van del 0,71 (para las reducciones de impuestos) al 1,87 (para el gasto), y que están básicamente en consonancia con otros resultados divulgados en las publicaciones. La

MULTIPLICADORES DEL GASTO Y DE LOS IMPUESTOS

Estudio	Método	Período	Cobertura	Resultados aproximados	
				Reducción de impuestos	Gasto
Zandi (2008)	Modelo estructural (ME)	Indeterminado	Estados Unidos	0,3 a 1,26	1,36 a 1,73
Hall (2009)	VAR	1930 a 2008	Estados Unidos	–	0,5 a 1,7*
OCDE (2009)	ME	Indeterminado	Países de la OCDE	0,6 a 1,0	0,9 a 1,3
Corsetti, Meier y Müller (2010)	VAR	1975 a 2008	17 países desarrollados	–	0 a 1,5*
Ilzetzki, Mendoza y Vegh (2010)	VAR	1960 a 2007	44 países (20 desarrollados; 24 en desarrollo)	–	0 a 1,5*
Fair (2010)	ME	1960 a 2010	Estados Unidos	1,0	2,0
CBO (2011)	ME	Indeterminado	Estados Unidos	0,2 a 1,5	0,7 a 2,5
UNCTAD**	VAR	1980 a 2010	Estados Unidos	0,71	1,87

* Multiplicadores para la política fiscal general, incluidos los cambios en los impuestos y el gasto.

** Cálculos de la secretaría de la UNCTAD para el presente Informe.

Recuadro 3.2 (continuación)

única diferencia significativa es que en otros trabajos en los que se utiliza el VAR no se distingue entre reducciones de impuestos y aumentos del gasto.

En el *Economic Outlook* de la OCDE (OCDE, 2009) se señala que los multiplicadores fiscales basados en el modelo global de la OCDE varían de un 0,9 (después de un año) a un 1,3 (después de dos años) para el gasto público y del 0,6 al 1 para las reducciones de impuestos (después de uno y dos años, respectivamente). El estudio incluye también datos de varios modelos nacionales y muestra un multiplicador más elevado para el gasto (1,1 en promedio tras un año) que para las reducciones de impuestos: entre el 0,3 de media para los recortes de los impuestos de sociedades y el 0,5 para las reducciones de los impuestos sobre la renta de las personas físicas o los impuestos indirectos. El análisis del estudio indica también que la magnitud del multiplicador varía considerablemente de un país a otro^b.

Fair (2010) demuestra, utilizando el modelo de la Fundación Cowles, que en el caso de los Estados Unidos, en el período que se inició en 1960, los multiplicadores del gasto se situaron en torno al 2, mientras que los de las reducciones de impuestos fueron la mitad de esa cifra. Esos datos son básicamente del mismo orden que las estimaciones presentadas por la Congressional Budget Office (CBO, 2011), que muestra multiplicadores entre el 0,7 (estimación baja) y el 2,5 (estimación alta) para las adquisiciones de bienes y servicios realizadas por el gobierno —muy por encima de los que resultan de reducciones temporales de impuestos o para los grupos de renta más elevada (0,2 a 0,6) o incluso de reducciones del impuesto sobre la renta para los grupos de ingresos bajos y medianos (entre el 0,6 y el 1,5). La CBO utiliza estimaciones de los modelos privados de Macroeconomic Advisors y Global Insight, y el modelo FRB-US utilizado por la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Cabe señalar que casi todos los modelos sugieren, como era de esperar, que una política fiscal expansiva tiene un efecto positivo sobre el nivel de actividad económica. Además, el peso de la evidencia indica que los multiplicadores del gasto tienden a ser mayores que los multiplicadores del recorte de los impuestos, y que las reducciones de impuestos que benefician a los hogares de renta baja tienen un efecto mayor que los que benefician a las familias de renta alta.

^a Los instrumentos fiables son variables que están correlacionadas con variables explicativas endógenas, pero no con el término de error de la ecuación.

^b Estos modelos abarcan a Alemania, Bélgica, el Canadá, España, los Estados Unidos, la eurozona, Francia, Italia, el Japón, Portugal y el Reino Unido.

tipo de gasto, al reducir el desembolso de la red de seguridad social para los desempleados, libera recursos para otros fines, ampliando así el espacio fiscal.

Por otro lado, el gasto social en ámbitos como el subsidio de desempleo, la educación, la salud, la vivienda, las pensiones y otras prestaciones para los grupos de bajos ingresos parece una manera racional de fomentar la recuperación, pues impide que disminuya el consumo de esos grupos durante la crisis. Además, reduce los niveles de pobreza y aumenta la productividad. Todos estos factores favorecen un gasto mayor y propician tasas más elevadas de crecimiento económico. Lindert (2004) se refiere a este tipo de gasto social que tiene un efecto positivo sobre el crecimiento a largo plazo

como la paradoja del “almuerzo gratuito”. Esto apunta a que las consideraciones sobre la distribución de la renta deberían formar parte de la política fiscal.

El modo de recaudar impuestos puede ser también un instrumento importante para hacer frente a las recesiones sin generar un aumento insostenible de la deuda pública. La reducción de las contribuciones sociales, que suele tener un impacto regresivo, debería, en principio, producir ingresos más elevados que las reducciones del impuesto de sociedades. Zandi (2008) señala que la experiencia de los Estados Unidos avala esa tesis. Las reducciones de los impuestos sobre las ventas y sobre el valor añadido, si se trasladan a los precios, tendrían también un efecto relativamente

significativo sobre el nivel de actividad. De manera análoga, las reducciones del impuesto sobre la renta deberían beneficiar a los grupos de ingresos más bajos, que tienen una mayor propensión al gasto.

Más allá de la cuestión de la gestión de los gastos y los impuestos, que pueden mejorar o no el espacio fiscal, la coyuntura económica general en que se aplica la política fiscal reviste también importancia a la hora de determinar la magnitud del multiplicador. Ilzetzki, Mendoza y Vegh (2010) destacan la importancia de un régimen administrado de tipos de cambio que evite una revaluación apreciable de la moneda, puesto que esta atenuaría los efectos positivos de la expansión fiscal⁹. Ese régimen reduciría también la filtración de la demanda interna a los mercados extranjeros. En otras palabras, la política del banco central, al administrar no solo el tipo de interés sino también el tipo de cambio, es un elemento fundamental para ampliar el espacio fiscal de que dispone el sector público.

En este contexto, el espacio fiscal tiende a ser más reducido en los países que son más vulnerables a las corrientes especulativas de capital. En la medida en que las corrientes volátiles de capital obliguen a esos países (por lo general, en desarrollo) a mantener tipos de interés elevados a nivel nacional, la política fiscal puede resultar menos efectiva que en los países desarrollados, que pueden fijar los tipos de interés teniendo en cuenta la economía interna. Sin embargo, como señaló Ocampo (2011), las medidas de autoprotección contra la volatilidad financiera, incluida, entre otras cosas, la acumulación de reservas de divisas y los controles de capital, han creado espacio para la expansión fiscal en los países en desarrollo. Esto ocurre porque han contribuido a aumentar la autonomía monetaria, lo que permite que los tipos de interés respalden la expansión fiscal. En ese sentido, parece pertinente comparar países que consiguieron evitar una revaluación significativa del tipo de cambio real antes de la Gran Recesión y utilizaron la política monetaria para facilitar la expansión fiscal (por ejemplo, la Argentina y

China), y los que no pudieron hacerlo (por ejemplo, Grecia, Irlanda y Portugal). Además, en los países desarrollados, donde la explosión de la burbuja financiera fue clave para el inicio de la Gran Recesión, la cantidad de recursos utilizados para rescatar a las instituciones financieras fue mucho mayor, en comparación con el tamaño de sus economías, que en los países en desarrollo (como se señaló en el capítulo anterior). Por lo tanto, es razonable suponer que las medidas de rescate financiero, que podrían ser importantes para evitar el hundimiento de los mercados financieros, tienen repercusiones

limitadas en el nivel de actividad económica. Por consiguiente, las condiciones financieras no solo afectan al tamaño del espacio fiscal, sino que influyen también en el modo de emplearlo y sus efectos sobre la recuperación económica.

En resumen, el espacio fiscal depende no solo del modo de aplicar las políticas fiscales, sino también del apoyo que estas reciben de la política monetaria y del entorno financiero nacional e internacional. Además, debe tomarse en consideración la viabilidad política de los cambios introducidos. Si el espacio fiscal forma parte del diseño de políticas macroeconómicas anticíclicas, debería tenerse en cuenta no cuando presuntamente ha alcanzado su límite, sino desde el principio (es decir, cuando se adoptan decisiones sobre medidas de estímulo fiscal), porque las repercusiones de la demanda y los efectos fiscales difieren en gran medida según los gastos o los impuestos específicos que se modifican. La combinación óptima de esos

cambios lograría un efecto expansivo máximo, ya que en el proceso de circulación de los ingresos la demanda supondría una reducción mínima del ahorro y las importaciones, y se produciría un estímulo máximo del gasto privado. En consecuencia, puede producirse una paradoja de la deuda en el

sentido de que los efectos sobre la renta de las medidas de estímulo darían lugar a una compensación plena, o incluso una sobrecompensación, del déficit inicial gracias a ingresos tributarios adicionales. Además, en la medida en que se acelere el crecimiento del PIB, el coeficiente deuda/PIB podría reducirse.

El gasto social y la inversión pública tienen un efecto multiplicador mayor sobre el PIB y el empleo que las reducciones de impuestos.

Una política fiscal expansiva tiene más probabilidades de reducir el déficit y el coeficiente de endeudamiento público que una restrictiva.

Dicho de otro modo, como consecuencia de los efectos multiplicador y acelerador sobre la renta, que hacen aumentar los ingresos fiscales a tipos impositivos constantes, un déficit puede financiar y, en condiciones favorables, incluso financiar de sobras su propio servicio de la deuda, de modo que una política fiscal expansiva reduciría el déficit y el

coeficiente de endeudamiento con más probabilidad que una restrictiva.

Las crisis de la deuda pública no son un fenómeno reciente. Los empréstitos soberanos se remontan al siglo XIV, y los impagos recurrentes muestran que esos préstamos han sido siempre

D. Hacer frente a las crisis de la deuda pública

arriesgados (Cipolla, 1982; Kindleberger, 1996). Sin embargo, no está del todo claro qué es exactamente una crisis de la deuda soberana. Las crisis se producen como consecuencia de la falta de recursos fiscales, pero muchas veces obedecen a problemas asociados a la escasez de divisas. La crisis experimentada por Asia en 1997, por ejemplo, se debió a que varios países no pudieron detener una rápida devaluación de sus monedas y atender al pago de sus obligaciones en el extranjero. No fue en modo alguno una crisis de la deuda pública. En ese sentido, la crisis de Asia difiere de la crisis de América Latina de los años ochenta. En el caso de África, los problemas de un exceso de deuda pública afectaban a la región antes de que se pusiera en marcha la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres Muy Endeudados (PPME). Durante décadas, los países de África sufrieron un estancamiento económico, mientras que experimentaban solo crisis esporádicas de la balanza de pagos.

Cabe hacer dos importantes distinciones al hablar de las crisis de la deuda. En primer lugar, existe una diferencia entre prestatarios privados y prestatarios soberanos. Estos últimos pueden contraer deuda en su propia moneda, que es de curso legal y cuyo monopolio está en sus manos. En segundo lugar, existe una diferencia entre la deuda pública emitida en moneda nacional y la emitida en moneda extranjera. En el primer caso, el gobierno puede siempre monetizar la deuda pública vendiendo directamente bonos del Estado al banco

central, o bien el banco central puede comprar deuda pública en los mercados secundarios, facilitando así la financiación del gobierno. Las consecuencias de este tipo de endeudamiento difieren de las que resultan de la deuda emitida en moneda extranjera, cuando el sector público no es capaz de atender el servicio de esa deuda. Así pues, cada una de esas situaciones requiere políticas diferentes para prevenir una crisis.

Por otra parte, se plantea la cuestión de las leyes que regulan la emisión de deuda y el modo de renegociarla. La deuda emitida con arreglo a la legislación nacional puede gozar de medidas de flexibilidad distintas de la deuda que se emite según leyes extranjeras. E incluso en este último caso, las normas diferirán según cuál sea la legislación que regule la contratación de la deuda, como la del estado de Nueva York.

Por último, cabe resaltar que existen opiniones divergentes sobre las causas de las crisis de la deuda. Si bien las crisis de la deuda pública pueden ser causadas por un gasto fiscal excesivo para una determinada base impositiva, el problema de las crisis financieras radica muchas veces en el sistema de las finanzas internacionales que proporciona liquidez a agentes con falta de efectivo en ciclos intermitentes, y con corrientes de capital que desaparecen o incluso se invierten precisamente cuando más necesarias son. De hecho, muchas crisis son consecuencia de una acumulación de deuda privada y la fijación de precios inadecuados en los

mercados de divisas y de otros activos, alentados por “presiones externas” (es decir, entidades extranjeras que buscan inversiones rentables). Dicho de otro modo, las crisis de la deuda pública pueden producirse a raíz de una mala gestión fiscal y/o de la “fragilidad financiera”, según el famoso término acuñado por Minsky. En vez de un ajuste fiscal, las soluciones preconizadas son una mejora del sistema monetario mundial (como se examina en el capítulo VI del presente informe) que garantice corrientes de capital más estables y una regulación más estricta de sus usos.

Los créditos en moneda extranjera y las repentinas variaciones en las corrientes de capital y los tipos de cambio reales son una de las causas frecuentes de crisis financieras que suelen desembocar en crisis de la deuda pública.

cobrar un interés más alto a los países prestatarios. Por este motivo los mercados financieros no suelen penalizar a los países que no pueden atender al servicio de su deuda. Por ejemplo, Lindert

(1989) y Lindert y Morton (1989) muestran que los inversores de bonos del Estado en América Latina en el período de 1850 a 1914 recibieron una prima anual *ex post* un 0,42% superior a los pagos de intereses percibidos por los tenedores de bonos perpetuos del Reino Unido, a pesar de los impagos. En un estudio más reciente de la rentabilidad de las inversiones en deuda de los países en desarrollo, se calculó

que, aparte de las diversas crisis ocurridas, en el período de 1970-2000, el rendimiento medio anual de la deuda de los mercados emergentes fue del 9% (Klingen, Zettelmeyer y Weder, 2004).

1. Prevención de las crisis de la deuda

Aunque con frecuencia las crisis de la deuda pública no tienen una razón fiscal, en algunos casos sí se deben a políticas fiscales insostenibles, mientras que otras veces obedecen a la concesión irresponsable de préstamos para fines que no aumentan la productividad general, sino que equivalen a “juegos de suma cero” a mediano plazo (véase el capítulo IV del presente informe). Sin embargo, incluso si una crisis de la deuda tiene su origen en la política fiscal, puede ser necesario adoptar medidas fiscales expansivas para fomentar el crecimiento, lo que puede conducir a un incremento de la deuda pública a corto plazo a fin de evitar consecuencias ulteriores más graves.

Los agentes privados nacionales pueden endeudarse de forma insostenible porque creen en mercados alcistas y burbujas infinitos y tienen la idea errónea de que en todo momento pueden obtener créditos a tipos de interés muy bajos. Para los prestatarios soberanos que suscriben empréstitos en los mercados internacionales se plantea el mismo problema, porque los acreedores tienen incentivos para seguir prestando, mientras que los deudores consideran que seguirán teniendo acceso a nuevos fondos a intereses reducidos. En este contexto, cabe destacar que, a pesar del riesgo de impago de los prestatarios soberanos en los mercados internacionales, las más de las veces los prestamistas y los tenedores de bonos se benefician de esas actividades, ya que, con frecuencia, pueden

Estos períodos de euforia financiera suelen ir seguidos de *cracs* y pueden dar lugar a crisis bancarias generalizadas (Kindleberger, 1978; Reinhart y Rogoff, 2009). Dado que las crisis bancarias van seguidas muchas veces de aumentos bruscos de la deuda pública, relacionados con decisiones de rescatar a las instituciones financieras en apuros, las políticas orientadas a reducir el riesgo de crisis de la deuda deben incluir medidas para mantener controlada la deuda del sector privado, tanto interna como externa. Existen varios instrumentos útiles para limitar la asunción excesiva de riesgo por el sector privado, a saber: una reglamentación financiera más rigurosa que incluya garantías de que los prestatarios tienen ingresos regulares compatibles con la deuda acumulada; restricciones de determinados tipos de préstamos leoninos que no informan debidamente a los prestatarios sobre las condiciones de pago; límites a los tipos de interés aplicados a determinados tipos de líneas de crédito; coeficientes de garantía más elevados para los bancos; y controles de capitales.

Otra de las causas frecuentes de las crisis financieras que se transforman en crisis de la deuda pública es la deuda emitida en moneda extranjera que debe reembolsarse con los ingresos obtenidos en la moneda nacional. El crédito en moneda extranjera ha aumentado en unos mercados financieros

internacionales cada vez más desregulados, como por ejemplo Hungría, Islandia y algunos otros países de Europa Oriental. Al mismo tiempo, esos países han sido objeto de operaciones especulativas *carry-trade* que han ocasionado la apreciación de la moneda en países con tipos de interés elevados, lo cual ha contribuido a déficits por cuenta corriente duraderos atribuibles a la revaluación de la moneda, un fuerte aumento de las importaciones y un mayor servicio de la deuda. Por ello, los países afectados se han vuelto vulnerables a las perturbaciones financieras de la economía mundial, como los cambios bruscos en las corrientes de capital o los fuertes repuntes de los tipos de interés en los países de financiación del *carry-trade* como el Japón y Suiza. Tras una inversión de las entradas de capital, la depreciación real es el único medio para equilibrar las cuentas exteriores de un país deudor (TDR 2008). Sin embargo, cuando el volumen de la deuda emitida en moneda extranjera es considerable, la depreciación real ocasionará una subida pronunciada del coeficiente deuda/PIB y los pagos del servicio de la deuda en moneda nacional. Si, como resultado de una crisis, y bajo la influencia de los prestamistas internacionales, el gobierno trata de atajar la crisis externa con políticas fiscales contractivas, buscando restablecer el equilibrio externo mediante la reducción de la demanda interna, solo conseguirá empeorar la situación. En cualquier caso, la sostenibilidad de la deuda se verá afectada, lo que posiblemente dé lugar a una crisis de la deuda y al incumplimiento de los pagos. Se trata de casos clásicos de doble crisis: una crisis de la balanza de pagos que provoca una crisis financiera porque el sector público ha contraído una proporción considerable de deuda extranjera, o porque ha asumido la mayor parte de la carga de las deudas privadas.

La situación resulta aún más complicada para los países miembros de una unión monetaria, sometidos a un régimen de convertibilidad o “dolarizados”. En cualquiera de esos casos, la devaluación real solo puede conseguirse mediante recortes salariales (que a veces se consideran una devaluación interna). Ahora bien, esto puede llevar a una deflación, que puede tener repercusiones negativas aun mayores en la sostenibilidad de la deuda porque incrementa el valor real de todos los pasivos, no solo de los expresados

en moneda extranjera (Eichengreen, 2010). Esto puede ocasionar, a su vez, una deflación de la deuda o una crisis de los balances, como ya se examinó.

Los esfuerzos para resolver este problema deben comenzar a nivel mundial (como se examina en el capítulo VI). A nivel nacional, debe reconocerse que durante los períodos de auge económico, los países y sus prestamistas abonan el terreno para crisis futuras¹⁰. Durante los períodos de optimismo a nivel mundial, las corrientes de capital afluyen masivamente a los países en desarrollo, que a menudo no son capaces de limitarlas, aunque modifiquen el perfil de vencimientos de esas entradas con controles de capitales. Como ya se ha mencionado, este comportamiento se traduce no solo en una rápida acumulación de deuda extranjera, sino también en una revalorización del tipo de cambio real e introduce desequilibrios externos importantes, que acaban por provocar una inversión de las corrientes de capital, el desplome de las monedas y, en última instancia, una crisis financiera y real.

Para evitar que se repita ese proceso es necesario proceder de otro modo durante las épocas favorables, disminuyendo la deuda externa, aumentando las reservas y procurando limitar la revaluación de la moneda. El aprovechamiento de fuentes internas de financiación y la reducción de las necesidades de capital extranjero son, pues, dos políticas que habría que fomentar durante las fases de auge de la economía. Se trata precisamente de las políticas que las mayores economías de mercado emergentes vienen aplicando desde finales de los años noventa. Dado que un cambio en la composición de la deuda pública y la reorientación hacia el endeudamiento interno pueden reducir las asimetrías y mejorar el nuevo enfoque examinado más arriba, varios países en desarrollo están retirando su deuda pública externa y emitiendo en cambio deuda interna.

La respuesta a una crisis debería depender de la naturaleza de la crisis...

2. Respuesta a las crisis de la deuda

Aunque las crisis de la deuda no siempre tienen su origen en las finanzas públicas, la respuesta habitual al aumento repentino de la deuda

pública es el endurecimiento de la política fiscal. Al parecer, se trata de una política desacertada, porque la respuesta adecuada debería guardar relación con la naturaleza de la crisis. Si una crisis se origina por el estallido de una burbuja de activos, la respuesta debería ser 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 (*TDR 2009*). Si la crisis se origina por la sobreexposición a acreedores extranjeros y la excesiva apreciación de la moneda nacional, la respuesta adecuada 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.

Una contracción fiscal en respuesta a una crisis que no ha sido causada por políticas fiscales irresponsables resulta problemática por varias razones. Los ajustes fiscales tienden a afectar a los grupos más vulnerables de la sociedad, a menudo con consecuencias sociales graves. Además, pueden incluso resultar ineficaces para reducir el coeficiente deuda/PIB porque podrían agravar la recesión, causando así una disminución del denominador de ese coeficiente. Por ello, las contracciones fiscales pueden producir ajustes penosos a corto plazo y generar costos a largo plazo. Los hechos demuestran que, después de las recesiones, el crecimiento de la producción tiende a reanudar la tendencia anterior, pero la pérdida de producción no se recupera nunca (Cerra y Saxena, 2008). Por lo tanto, las recesiones dan lugar a una pérdida permanente de producción y, dado que las políticas fiscales contractivas aumentan tanto la duración como la gravedad de una recesión, incrementan también esa pérdida y menoscaban la capacidad general de un país de mantener un determinado nivel de deuda pública.

Existe otra vía importante por la que el recorte del gasto público puede tener un efecto negativo sobre el crecimiento a largo plazo, reduciendo así la sostenibilidad de la deuda. Como puede ser difícil ajustar los gastos corrientes (porque

están compuestos principalmente por los salarios y las prestaciones sociales), las políticas fiscales restrictivas por lo general entrañan grandes recortes de la inversión pública (Martner y Tromben, 2004; Easterly, Irwin y Servén, 2008). 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. Por lo tanto, la política fiscal debería tener explícitamente en cuenta el modo en que el ajuste fiscal incidirá en el crecimiento de la producción y la acumulación de capital. También debería reconocer que un déficit incurrido en la financiación de un proyecto de inversión, y ciertos gastos corrientes, especialmente en sectores como la salud, la educación, la nutrición y el saneamiento, pueden dar lugar a un aumento (en lugar de una disminución) de la riqueza neta de un país.

Ahora bien, incluso los deudores soberanos que tienen a su alcance unos indicadores fiscales válidos a largo plazo pueden perder el acceso al crédito en los mercados internacionales y verse inca-paces de financiar su déficit corriente de tesorería a un tipo de interés razonable. Es ahí donde la comunidad internacional debería poder intervenir para proporcionar el apoyo financiero

necesario, teniendo claro que ese apoyo no es un rescate, sino simplemente una intervención para subsanar un fallo del mercado. Aunque Bagehot (1873) tenía razón cuando señaló que durante las crisis el prestamista nacional de última instancia debe estar preparado para prestar libremente a un

tipo de interés punitivo a bancos solventes pero sin liquidez, su propuesta de que un prestamista internacional de última instancia imponga un tipo de interés punitivo es difícil de aplicar. La idea de Bagehot de prestar a un tipo punitivo tenía por finalidad evitar el riesgo moral. Sin embargo, no es seguro que ese riesgo moral desempeñe un papel significativo en las finanzas internacionales, y sin duda no es la principal causa de las crisis de la deuda soberana¹¹.

... Si una crisis no ha sido causada por políticas fiscales irresponsables, el recorte del gasto público no es una respuesta apropiada.

Por consiguiente, los préstamos a un tipo de interés punitivo no generarían beneficios *ex ante* por lo que se refiere a disciplinar a los prestatarios. Al contrario, al aumentar la factura de los intereses, contribuirían a la acumulación de deuda y, por ende, agravarían el problema que los préstamos de emergencia tratan de resolver. El mismo tipo de razonamiento se aplica con mayor motivo a los países que están al borde de la insolvencia. Para esos países, los tipos de interés elevados que supuestamente deberían proteger los recursos del prestamista de última instancia pueden, de hecho, ser contraproducentes y generar pérdidas, ya que el prestamista de última instancia que presta a un tipo punitivo puede provocar la insolvencia del país.

3. Reestructuración de la deuda

Cuando la deuda soberana se emite en moneda nacional, es poco probable que se produzca un impago porque la deuda puede reembolsarse emitiendo más dinero. En cambio, cuando las deudas son en moneda extranjera, la probabilidad de que se produzca un impago y una reestructuración de la deuda es muy elevada, aunque se hayan adoptado las políticas nacionales e internacionales más adecuadas. Sin embargo, no sucede lo mismo con la deuda privada, ya que los agentes privados suelen ser rescatados por las autoridades nacionales. Ahora bien, desde un punto de vista puramente jurídico, un Estado soberano no puede ser declarado insolvente. Además, el valor de los activos de un país (sus tierras, sus recursos naturales y la riqueza de sus ciudadanos) suele ser enorme y, en todo caso, no siempre puede medirse en valores corrientes. Por consiguiente, es inconcebible que un país se encuentre en una situación en que su pasivo supere a su activo (lo que en el caso de una empresa se consideraría insolvencia). Además, los acreedores no pueden asumir unilateralmente (o con la ayuda de un tribunal) la dirección de un país (es decir, sustituir al gobierno de ese país). De hecho, el principio de inmunidad soberana limita la capacidad de un acreedor de demandar a una entidad soberana, e incluso cuando esa entidad renuncia a su inmunidad, las sentencias son difíciles de ejecutar porque no

pueden confiscarse los activos ubicados dentro de las fronteras del país moroso.

Aunque no pueda obligarse a los Estados soberanos a reembolsar sus deudas, los impagos de la deuda soberana, más allá del problema de la moneda extranjera, son realmente excepcionales. En la mayoría de los casos, los Estados hacen esfuerzos considerables y soportan penurias económicas para satisfacer el servicio de la deuda, ya que las autoridades políticas parecen pensar que el reembolso resulta menos oneroso que el impago. Si bien es fácil determinar el costo del reembolso (que es el valor del préstamo), resulta más difícil calcular los costos derivados del impago de la deuda. No se trata en absoluto de una cuestión puramente académica, porque conocer mejor los costos que entraña el impago es una de las condiciones necesarias para diseñar políticas que puedan reducir tales costos y los casos de impago. Cabe señalar que la suspensión de pagos de la deuda soberana rara vez abarca su totalidad; suele ser parcial e implica la reducción o reestructuración de parte de la deuda.

Las publicaciones económicas se han centrado en los costos comerciales y de prestigio que tienen los impagos. Los modelos que se centran en el prestigio parten de la idea de que los casos de impago reducen la capacidad de acceso del país a los mercados financieros internacionales (Eaton y Gersovitz, 1981). Los modelos que hacen hincapié en los costos comerciales indican que los gobiernos morosos pueden ser objeto de sanciones comerciales (Bulow y Rogoff, 1989). Aparte de algunos problemas teóricos de esos modelos (para un examen, véase Panizza, Sturzenegger y Zettelmeyer, 2009), el verdadero problema reside en que sus supuestos carecen de base empírica. Los costos para el prestigio de un país parecen ser limitados y temporales (Borensztein y Panizza, 2010), y no hay ejemplos de sanciones comerciales (al menos en los últimos tiempos). Un tipo más reciente de modelo teórico se centra en los efectos internos del impago de la deuda soberana (Cole y Kehoe, 1998). Sin embargo, los datos empíricos demuestran que los costos de un impago parecen limitados, incluso en lo que se refiere a sus efectos sobre el crecimiento del PIB (Levy Yeyati

Cuando se incumple el pago de la deuda, debe procesarse a su reestructuración.

y Panizza, 2011); y en cualquier caso han sido menores en los países que han reestructurado su deuda de manera preventiva (De Paoli, Hoggarth y Saporta, 2006).

Un impago declarado de la deuda menosca-ba claramente la estrategia general de reforzar la confianza de los mercados financieros como elemento fundamental para atraer capital extranjero y esti-mular la inversión (“ganarse su confianza”, como suele decirse) y ello puede hacer aumentar el costo del impago añadiendo factores cualitativos que no son visibles cuando se analizan los costos cuantitativos y las ventajas económicas. Así pues, el prestigio de un país puede resultar menos perjudicado si el impago parece algo inevitable (Grossman y Van Huyck, 1988). Esto puede explicar por qué algunos gobiernos deciden asumir un costo mayor con tal de posponer una suspensión de pagos necesaria, dando a entender así a todas las partes interesadas que cuando finalmente se produce el impago, no se trata de un “impago estratégico” (Borensztein y Panizza, 2009; Levy Yeyati y Panizza, 2011).

Cuando se produce un impago, es necesario reestructurar la deuda, y la complejidad del proce-so de reestructuración depende de la estructura de la deuda impagada. Hasta principios de los años noventa, la mayor parte de la deuda de los países en desarrollo estaba en poder de acree-dores oficiales (multilaterales o bilaterales) o de bancos. Cuando el plan Brady de los años noven-ta transformó los préstamos fallidos concedidos por consorcios bancarios en bonos negociables, las autoridades temieron que la presencia de un elevado número de acreedores dispersos y heterogéneos pudiera obligar a celebrar renegocia-ciones de la deuda largas y onerosas. También existía la preocupación de que si la deuda estaba muy dispersa, existiría un fuerte incentivo para que los diversos acreedores (posiblemente fon-dos buitre especializados) se abstuviesen de reprogramar la deuda y después litigasen con la esperanza de obtener el valor nominal íntegro de sus títulos (Panizza, Sturzenegger y Zettelmeyer, 2009).

Una crisis prolongada antes del momento crítico del impago puede reducir tanto la capacidad como la volun-tad de pago de la deuda.

Estas preocupaciones han suscitado varias iniciativas orientadas a facilitar el proceso de reestructuración de la deuda y, tras la crisis argentina de 2001-2002, han dado lugar a una propuesta del FMI para la creación de un meca-nismo de reestructuración de la deuda soberana (MRDS). Este enfoque regulado de la reestruc-turación de la deuda tiene algunas características en común con una propues-ta anterior de la UNCTAD (*TDR 1981*), que a su vez se basaba en el capítulo 11 del Código de Comercio de los Estados Unidos (esto es, el código de insolvencia para los agentes privados). El MRDS fue rechazado por el Tesoro de los Estados Unidos a raíz de la presión ejercida por los grupos financieros que trabajaban en los mercados de bonos de países emergentes. En su lugar, sugirió que el problema de que algunos agentes se quedaran fuera de la renegociación podía resolverse mediante un enfoque contractual basado en la introducción de cláusulas de acción colectiva (CAC) en los contratos de deuda y el uso de cláusulas de consentimiento de salida¹². Los países en los que parecía haber un menor riesgo de reestructu-ración futura de la deuda consiguieron condi-ciones más flexibles que los más expuestos a problemas de deuda. Sin embargo, ha habido casos en que los acreedores han impedido la utili-zación del “consentimiento de salida” en las emisiones de bonos, incluidas las CAC (Gelpern, 2003).

Además, las CAC no resuelven otros pro-blemas debidos a la actual falta de un sistema. Dado que las normas actuales no pueden aplicar un sistema de prelación (a excepción de la prelación concedida *de facto* a las organiza-ciones multilaterales), esta situación propicia una elevada concesión de préstamos en el período que precede a una crisis de la deuda (dilución de la deuda) y muy pocos créditos durante el proceso de reestructuración (falta de financiación provi-sional). La dilución de la deuda se produce cuando nuevas emisiones de deuda pueden perjudicar a los acreedores existentes de un país que empieza a experimentar dificultades financieras. Se ha demostrado que la dilución de la deuda aumenta los costos de los empréstitos y puede fomentar

niveles peligrosos de acumulación de la deuda (Bolton y Olivier, 2007)¹³. Durante el período de reestructuración, el país moroso podría necesitar acceso a fondos externos para apoyar el comercio o financiar un déficit primario por cuenta corriente, y la falta de acceso a esos fondos puede agravar la crisis y reducir aún más la capacidad de pago. Dado que esa financiación provisional requeriría algún tipo de prelación con respecto a las reclamaciones existentes, el país moroso no podrá conseguir ningún crédito del sector privado durante el período de reestructuración. El segundo problema está relacionado con el hecho de que, mientras los modelos estándar de deuda soberana se basan en la hipótesis de que los países tienen un incentivo para dejar de pagar grandes sumas, o incumplir el pago demasiado pronto, existen ya indicios que apuntan a que las autoridades son renuentes a incurrir en un impago y hacen todo lo posible por evitarlo (Rogoff y Zettelmeyer, 2002). Las demoras en los impagos pueden destruir el valor de la deuda en circulación porque una crisis prolongada antes del momento crítico del impago puede reducir tanto la capacidad como la voluntad de pago.

Por estas razones, diez años después de descartar el MRDS original, sigue debatiéndose si ese mecanismo sería útil para la arquitectura financiera internacional (Fernández-Arias, 2010). Las personas que se oponen a ese enfoque normativo sostienen que el sistema actual no es el idóneo porque, en el caso de contratos no exigibles jurídicamente, la voluntad de pago depende de los costos del impago derivados de un proceso ineficaz de reestructuración de la deuda (Dooley, 2000; Shleifer, 2003). Por lo tanto, la eliminación de esas deficiencias reduciría los costos del impago y aumentaría los costos de contraer préstamos. Quienes están a favor del enfoque mencionado consideran que la dilución de la deuda, la falta de financiación provisional y la presencia de deudas pendientes ocasionan una pérdida de valor tanto para los deudores como para los acreedores. La posibilidad de que los países puedan retrasar algunos impagos necesarios para mostrar que la suspensión final de pagos era realmente ineludible es una de las consideraciones importantes que se tienen en cuenta al examinar la conveniencia de políticas internacionales orientadas a atenuar los costos de los impagos. Si el intento de un país de proteger

su reputación posponiendo, un impago necesario, aunque no sea la mejor opción, crea una pérdida de eficiencia, existen políticas que pueden reducir los costos del impago. En particular, la creación de un organismo facultado para certificar los impagos necesarios, y proteger con ello el prestigio de los países sin obligarles a adoptar la decisión difícil y contraproducente de posponer el pago, podría reducir los costos de los impagos y aumentar simultáneamente los valores de recuperación de la deuda impagada. De ese modo, se facilitaría el acceso al crédito y se reducirían los costos totales de endeudamiento. Es importante señalar que el hecho de posponer el impago suele ir acompañado de medidas contractivas que reducen aún más la capacidad de pago.

Si bien es imposible comprobar directamente la hipótesis de que la creación de un mecanismo de resolución de la deuda generaría un aumento de los costos de los empréstitos (porque tal mecanismo no existe), sí es posible probar la hipótesis de manera indirecta verificando si otros mecanismos que facilitan la reestructuración de la deuda soberana inciden de algún modo en los costos de los préstamos. El ensayo podría realizarse con las CAC. Cuando se introdujeron por primera vez esas cláusulas en la legislación de Nueva York relativa a los bonos, se temía que al reducir los costos de los impagos, aumentarían los costos de los préstamos. Sin embargo, existen numerosas pruebas de que las CAC no influyen en esos costos en modo alguno. Quienes plantearon la hipótesis del aumento de los costos de los préstamos a menudo mencionan la posibilidad de una pérdida de prestigio definida en términos bastante vagos. Una vez más, estas afirmaciones no pueden demostrarse empíricamente (y no está claro por qué un mecanismo de ese tipo tendría que afectar a la reputación). Sin embargo, los costos de la pérdida de prestigio debida al impago de deuda soberana son muy reducidos (Ozler, 1993; Benzur e Ilut, 2006) o efímeros (Borensztein y Panizza, 2009), o ambas cosas a la vez (Flandreau y Zumer, 2004).

En resumen, la reestructuración de la deuda puede ser parte de una estrategia para resolver una crisis de la deuda, no solo para el país deudor, sino también para los acreedores, ya que aumentan las posibilidades de reactivar el crecimiento económico y la capacidad de pago. Si la renegociación de la deuda libera recursos para actividades que favorecen

el crecimiento, el país tal vez pueda financiar mejor su propio servicio reducido de la deuda. Con todo, la suspensión de pagos de la deuda soberana o la reestructuración de la deuda no son ninguna panacea y deben sopesarse cuidadosamente los riesgos que entrañan, en particular el riesgo de contagio, que es un riesgo importante en la unión monetaria europea. Existe también la posibilidad de que los depositantes nacionales pierdan confianza en el gobierno y abandonen el país, riesgo que es más acusado en una

unión monetaria donde no puede impedirse que los ciudadanos transfieran sus depósitos a corto plazo dentro de la unión.

El examen anterior sugiere que la mejor estrategia para reducir la deuda pública es promover políticas fiscales que fomenten el crecimiento. Además, la evidencia parece indicar que la expansión fiscal suele ser más eficaz si se privilegia el gasto frente a las reducciones de impuestos,

E. Conclusiones: crecer para salir de deudas

si el gasto se orienta hacia la infraestructura y las transferencias sociales, y si los recortes de impuestos, a su vez, favorecen a los grupos de renta más baja, que en general tienen mayor propensión al gasto. La expansión fiscal, al aumentar el nivel de actividad económica y de ingresos, como hemos señalado anteriormente, incrementa las entradas de fondos y reduce el coeficiente deuda/PIB, en particular si los tipos de interés son relativamente bajos en comparación con el crecimiento del PIB. En ese sentido, los problemas relacionados con el crecimiento de la deuda pública, especialmente cuando esa deuda no se debe principalmente a problemas fiscales, se resuelven mejor con una estrategia de expansión fiscal.

Además, si se sostiene que, por motivos económicos o políticos, existe poco espacio para la expansión fiscal, siempre cabe la posibilidad de reorientar el gasto y los impuestos para apoyar medidas más expansivas. Una vez más, eso hace pensar que el gasto debe tener precedencia sobre las reducciones de impuestos y que ambas medidas deben beneficiar sobre todo a los grupos de renta baja. Una distribución más equitativa de la renta haría que la recuperación económica fuese

más autosostenible y aumentaría las posibilidades de reducir el déficit fiscal. En ese sentido, el aumento de los salarios reales a la par que la productividad y, especialmente en los países en desarrollo con grandes sectores informales, las transferencias de recursos de los gobiernos a las categorías sociales de renta baja son un complemento importante de la expansión fiscal.

Más allá de la idea de que el crecimiento es la mejor solución para reducir el coeficiente deuda/PIB, conviene insistir en que unos

coeficientes más elevados de endeudamiento público, especialmente en los países desarrollados que salen de una crisis, no entrañan de por sí ningún riesgo para la sostenibilidad fiscal. La deuda pública actual es mucho más sostenible que la deuda privada antes de la crisis. Siempre y cuando los tipos de interés sean bajos y exista capacidad de producción ociosa, no se producirá una huida de la inversión privada, y unos coeficientes de deuda pública más elevados a escala mundial no serán obstáculo para la recuperación. Para el mundo en general, y para las grandes economías, la única estrategia válida es la consolidación fiscal a través del crecimiento. El crecimiento, combinado con unos tipos de interés bajos, propiciará un aumento de los ingresos y con

La mejor estrategia para reducir la deuda pública es promover políticas fiscales que fomenten el crecimiento y tipos de interés bajos.

el paso del tiempo una disminución del coeficiente de endeudamiento. Esto significa que la política monetaria debería seguir manteniendo tipos de interés bajos a fin de que la carga del pago de los intereses sea soportable para el sector público.

Si se considera que la inflación constituye una amenaza grave para la estabilidad económica, y en vista de que en la mayoría de las economías las presiones sobre los precios se deben en gran medida a la financiación de los mercados de productos básicos, los efectos secundarios posteriores (como una espiral de precios y salarios) deben abordarse mediante una política de ingresos en vez de adoptar medidas macroeconómicas restrictivas. Hay casos en

que alguna limitación externa (por ejemplo, cuando la falta de competitividad genera un déficit por cuenta corriente) impide la expansión fiscal porque acentuaría el desequilibrio externo. En tales casos, debe darse más prioridad a resolver el problema de la balanza de pagos que a introducir medidas de austeridad. Ello reviste especial importancia para los países que son miembros de una unión monetaria. ■

- 1 Por ejemplo, cuando el FMI aprobó importantes programas de asistencia para la Argentina, el Brasil, Indonesia, México, la República de Corea, Tailandia y Turquía, fue criticado por malgastar el dinero de los contribuyentes. Pero todos esos países devolvieron la ayuda y el Fondo (y, por lo tanto, el contribuyente

Notas

internacional) obtuvo incluso un pequeño beneficio. De hecho, el Fondo sufrió una crisis presupuestaria cuando los países superaron la crisis (lo cual no resulta sorprendente, ya que la labor del Fondo consiste en gestionar las situaciones de crisis). Es interesante destacar el caso de la Argentina, un ejemplo de rescate fallido que también acabó siendo rentable para el Fondo.

- 2 También se prefieren recortes del gasto en lugar de aumentos de impuestos porque la carga tributaria ya es elevada en las economías desarrolladas, de modo que queda poco margen para aumentar los impuestos sin que ello tenga repercusiones negativas en la eficiencia económica (FMI, 2010c: 10).
- 3 El FMI (2010b) no aporta ninguna prueba empírica de este comportamiento supuestamente “habitual” de los bancos centrales, que es fundamental para su recomendación de recurrir a recortes del gasto en lugar de aumentos de los impuestos. Tampoco aporta ninguna prueba teórica convincente. Señala que un aumento de los impuestos provocaría una subida de los precios que impediría a los bancos centrales reducir los tipos de interés. Sin embargo, no es evidente que los impuestos directos (que no se mencionan como una de las posibilidades) presionen los precios al alza o que unos niveles

más elevados de impuestos indirectos afecten más de una vez a los precios, lo que justificaría una política monetaria restrictiva. Y si el aumento de los impuestos resulta efectivamente inflacionario, entonces los tipos de interés reales caerán, generando el estímulo económico sin que los bancos centrales tengan que reducir los tipos de interés nominales. Además, la idea de que el ajuste fiscal reducirá los tipos de cambio reales contradice la opinión, también respaldada por el FMI, de que un déficit fiscal más bajo aumentará la confianza de los mercados financieros y, a la postre, atraerá corrientes de capital que favorecerán la revaluación de la moneda.

- 4 Por consiguiente, existe la hipótesis implícita de que el ajuste fiscal reducirá no solo el déficit fiscal, sino también el coeficiente deuda pública/PIB. Ahora bien, no hay garantías de que así sea: incluso si la austeridad fiscal consigue mejorar el saldo fiscal, esa mejora puede no ser suficiente para disminuir el coeficiente. Para una reducción de la deuda en términos absolutos se necesitaría un superávit fiscal.
- 5 Por ejemplo, en 2005-2008 la proporción media de ingresos del petróleo dentro de los ingresos fiscales totales se situó por encima del 80% en Angola, la Arabia Saudita, Bahrein, Brunei Darussalam, el

- Congo, Guinea Ecuatorial, Libia, Nigeria, Omán y Timor-Leste. Los países en que esa proporción superaba el 70% eran Argelia, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait y el Yemen. Varios países de la Comunidad de Estados Independientes (CEI), como Azerbaiyán, la Federación de Rusia y Kazajstán, y países de América Latina como Bolivia, el Ecuador y la República Bolivariana de Venezuela, muestran también una dependencia elevada de los ingresos del sector de los hidrocarburos, aunque su proporción del total de ingresos fiscales es relativamente más bajo que en las regiones antes mencionadas. Lo mismo vale para países que dependen de los minerales como Botswana, Chile, Guinea, Liberia, Mongolia, Namibia y el Perú (Villafuerte, López-Murphy y Ossowski, 2010; FMI, 2011c).
- 6 Por ejemplo, el Gobierno de Chile aumentó el porcentaje de las regalías que debían abonar las empresas mineras para contribuir a financiar la reconstrucción tras el terremoto de 2010. De manera análoga, el Gobierno de Guinea está revisando el código de minería a fin de aumentar su participación en los proyectos mineros, y en Sudáfrica se ha creado recientemente una empresa minera estatal y el Gobierno está considerando la posibilidad de aumentar las regalías.
 - 7 En ese sentido, parece que el reciente llamamiento del Banco de Pagos Internacionales (BPI, 2011) en favor de la austeridad monetaria se debe a una evaluación excesivamente pesimista del riesgo de aceleración inflacionaria.
 - 8 Barro y Redlick (2011) sostienen que la evidencia en el caso de los Estados Unidos sobre los efectos relativos del gasto público en comparación con las reducciones de impuestos no es fiable. Sin embargo, las pruebas aportadas por Zandi (2008) sugieren que los programas de gasto público proporcionan un estímulo mayor que los recortes de impuestos.
 - 9 Esta preocupación está relacionada con la opinión tradicional de que la expansión fiscal aumenta los tipos de interés, lo que genera corrientes de capital y, en última instancia, presiona en favor de una revaluación. Sin embargo, Ilzetzki y otros (2010) no han hallado pruebas que confirmen la existencia de una relación entre unos tipos de interés más elevados y la expansión fiscal. Ello sugiere que las entradas de capital podrían ser simplemente consecuencia del crecimiento de la economía y que la flexibilidad monetaria es el principal mecanismo que permite que los regímenes de tipos de cambio administrados tengan efectos multiplicadores fiscales más amplios. Sin duda, abundan las pruebas de que las corrientes de capital hacia los países en desarrollo tienden a ser procíclicas.
 - 10 Un modo de afrontar este problema y reducir la probabilidad de crisis de la deuda sería establecer un conjunto de principios sobre la promoción del otorgamiento y la toma responsables de préstamos soberanos, que comprendería la diligencia debida, la obligación fiduciaria, la debida autorización, la transparencia y la divulgación, así como el examen de la cuestión de la reestructuración de la deuda (UNCTAD, 2011b). Estos principios deberían aplicarse también al sector privado, ya que en varios casos el sector público acaba pagando el exceso de concesión y suscripción de préstamos en el sector privado. Además, esos principios no implican que los prestatarios deban acatar los criterios establecidos por los acreedores para definir lo que constituye un comportamiento adecuado. De hecho, los efectos jurídicos de los principios dependerían esencialmente del parecer de los Estados.
 - 11 Si existiera un nivel considerable de riesgo moral en las finanzas internacionales, la prima de riesgo para los préstamos a mercados emergentes se reduciría a cero, ya que los acreedores tendrían la certeza absoluta de que el FMI o alguna otra entidad garantizarían la plena recuperación de la suma prestada (Lane y Phillips, 2002). Para una opinión escéptica de la existencia del riesgo moral en las finanzas internacionales, véase Kamin, 2002; para una visión más equilibrada de esta cuestión, véase Corsetti, Guimarães y Roubini, 2003.
 - 12 Existen tres CAC principales: i) las cláusulas de decisión por mayoría, que permiten que una mayoría cualificada de tenedores de bonos (que normalmente representan el 75% del principal de los bonos en circulación) modifiquen todos los términos y condiciones de los bonos, incluidas las condiciones de pago, e impongan esos cambios a los demás tenedores; ii) cláusulas de representación, que permiten que un único agente o grupo de agentes negocie con los deudores en nombre de los tenedores de los bonos; y iii) una cláusula de distribución, en virtud de la cual cualquier suma percibida por uno de los acreedores debe distribuirse entre todos ellos. El consentimiento de salida es una técnica por la que una mayoría de tenedores de bonos pueden modificar las condiciones no financieras de un bono con el propósito de reducir su valor en el mercado secundario y aumentar así el incentivo para aceptar una oferta de canje.
 - 13 En el mundo de la empresa, la dilución de la deuda no es un problema porque los tribunales pueden aplicar normas de prelación. Sin embargo, en el campo de la deuda soberana, sí supone un problema porque después de un impago, todos los acreedores, antiguos y nuevos, tienden a sufrir las mismas pérdidas.
- Admati, A., DeMarzo, P., Hellwig, M. y Pfleiderer, P. (2010). Fallacies, irrelevant facts, and myths in the discussion of capital regulation: Why bank equity is *not* expensive. Stanford GSB Research Paper N° 2063, Stanford University, Stanford, CA.

Bibliografía

- Angeriz, A. y Arestis, P. (2009). The consensus view on interest rates and fiscal policy: Reality or innocent fraud? *Journal of Post-Keynesian Economics*, 31(4): 567-568.
- Arcand, J. L., Berles, E. y Panizza, U. (2011). Too much finance? Working paper, The Graduate Institute, Geneva.
- Aschauer, D. (1989). Is public expenditure productive? *Journal of Monetary Economics*, 23(2):177-200.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Available at: <http://www.gutenberg.org/cache/epub/4359/pg4359.html>.
- Banco de Pagos Internacionales (2011). 81st Annual Report. Basel, 1 April 2010-31 March 2011.
- Barba, A. y Pivetti, M. (2009). Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications – a long-period analysis. *Cambridge Journal of Economics*, 33(1): 113-137.
- Barro, R. (1974). Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, 82 (6): 1095-1117.
- Barro, R. y Redlick, C. (2011). Macroeconomic effects from government purchases and taxes. *Quarterly Journal of Economics*, CXXVI(1): 51-102.
- Benczur, P. e Ilut, C. (2006). Determinants of spreads on sovereign bank loans: The role of credit history. MNB Working Papers 2006/1, Magyar Nemzeti Bank (The Central Bank of Hungary), Budapest.
- Berglund, P. y Vernengo, M. (2006). Fiscal policy reconsidered (introduction). In: Berglund P. and Vernengo M., eds., *The Means to Prosperity: Fiscal Policy Reconsidered*. London, Routledge: 1-16.
- Bernanke, B. y Reinhart, V. (2004). Conducting monetary policy at very low short-term interest rates. Lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva. Available at: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200401033/default.htm>.
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. y Mauro, P. (2010). Rethinking macroeconomic policy. IMF Staff Position Note SPN/10/03, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Bolton, P. y Olivier, J. (2007). Structuring and restructuring deuda soberana: the role of a bankruptcy regime. IMF Working Paper 07/192, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Borensztein, E. y Panizza, U. (2009). The costs of default. IMF Staff Papers 56(4): 683-741, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Borensztein, E. y Panizza, U. (2010). Do sovereign defaults hurt exporters? *Open Economies Review*, 21(3): 393-412.
- Bornhorst, F., Budina, N., Callegari, G., ElGanainy, A., Gomez Sirera, R., Lemgruber, A., Schaechter, A. y Beom Shin, J. (2010). A status update on fiscal exit strategies. IMF Working Paper WP/10/272, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Bulow, J. y Rogoff, K. (1989). A constant recontracting model of sovereign debt. *Journal of Political Economy*, 97(1): 155-178.
- Cerra, V. y Saxena, S. C. (2008). Growth dynamics: The myth of economic recovery. *American Economic Review*, 98(1):439-57.
- Christiano, L., Eichenbaum, M. y Rebelo, S. (2009). When is the government spending multiplier large? NBER Working Paper N° 15394, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Cipolla, C. (1982). *The Monetary Policy of Fourteenth-Century Florence*. Berkeley, CA, University of California Press.
- Cole, H. L. y Kehoe, P. J. (1998). Models of sovereign debt: Partial versus general reputations. *International Economic Review*, 39(1): 55-70.
- Congressional Budget Office (2011). Estimated Impact of the American recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from January 2001 through March 2011, Washington, DC, May. Available at <http://www.cbo.gov/ftpdocs/121xx/doc12185/05-25-ARRA.pdf>.
- Corsetti, G., Guimaraes, B. y Roubini, N. (2003). International lending of last resort and moral hazard: A model of IMF’s catalytic finance. NBER Working Paper N° 10125, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

- Corsetti, G., Meier, A. y Müller, G. (2010). What determines government spending multipliers? Paper prepared for the project on International Dimensions of Fiscal Policy Transmission, sponsored by the Fondation Banque de France and the Center for Economic Policy Research. Available at: <http://www.eui.eu/Personal/corsetti/research/multipliers.pdf>.
- De Paoli, B., Hoggarth, G. y Saporta, V. (2006). Costs of sovereign default. Bank of England Financial Stability Paper 1, London.
- Dooley, M. (2000). Can output losses following international financial crises be avoided? NBER Working Paper N° 7531, Cambridge, MA.
- Dymski, G. (2003). The international debt crisis. In: Michie J, ed., *The Handbook of Globalization*. Cheltenham, Edward Elgar.
- Easterly, W., Irwin, T. y Servén, L. (2008). Walking up the down escalator: Public investment and fiscal stability. *World Bank Research Observer*, 23(1): 37-56, Oxford University Press.
- Eaton, J. y Gersovitz, M. (1981). Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis. *Review of Economic Studies*, 48(2): 289-309.
- Eichengreen, B. (2010). Ireland's rescue package: Disaster for Ireland, bad omen for the Eurozone. VOX EU, 3 December 2010. Available at: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5887>.
- Eisner, R. (1995). US national saving and budget deficits. In: Epstein GA and Gintis HM, eds., *Macroeconomic Policy after the Conservative Era: Studies in Investment, Saving and Finance*. Cambridge, New York and Melbourne, Cambridge University Press: 109-42.
- Eisner, R. (2006). Budget deficits, unemployment and economic growth: a cross-section time-series analysis. In: Berglund P and Vernengo M, eds., *The Means to Prosperity: Fiscal Policy Reconsidered*. London and New York, Routledge: 202-220.
- Fair, R. (2010). Possible macroeconomic consequences of large future federal government deficits. Cowles Foundation Discussion Paper 1727, Yale University, New Haven, CT.
- Fernández-Arias, E. (2010). International lender of last resort and sovereign debt restructuring. In: Primo Braga CA and Vincelette GA, eds., *Sovereign Debt and the Financial Crisis: Will This Time be Different?*: 331-353. Washington, DC, World Bank.
- Fisher, I. (1933). The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica*, 1(4): 337-357.
- Flandreau, M. y Zumer, F. (2004). *The Making of Global Finance, 1880-1913*. Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development.
- FMI (2003). Evaluation Report: Fiscal Adjustment in IMF-Supported Programmes. Washington, DC, Independent Evaluation Office.
- FMI (2010a). *Fiscal Monitor*, Washington, DC, May.
- FMI (2010b). *World Economic Outlook*. Washington, DC, October.
- FMI (2010c). From stimulus to consolidation: Revenue and expenditure policies in advanced and emerging economies. Fiscal Affairs Department, Washington, DC.
- FMI (2011a). *Fiscal Monitor*. Washington, DC, April.
- FMI (2011b). *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.
- FMI (2011c). Revenue mobilization in developing countries. Washington, DC.
- Gale, W. y Orszag, P. (2003). Economic effects of sustained budget deficits. *National Tax Journal*, 56(3): 462-85.
- Gelpern, A. (2003). How collective action is changing sovereign debt. *International Financial Law Review*, May: 19-23.
- Grossman, H. I. y Van Huyck, J. B. (1988). Sovereign debt as a contingent claim: excusable default, repudiation, and reputation. *American Economic Review*, 78(5): 1088-1097.
- Hall, R. (2009). By how much does GDP rise if the government buys more output? *Brookings Papers on Economic Activity*, (2):183-231. Washington, DC, Brookings Institution Press.
- Heller, S. P. (2005). Fiscal space: What it is and how to get it. *Finance and Development*: 42(2).
- Hemming, R., Kell, M. y Mahfouz, S. (2002). The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity: A review of the literature. *IMF Working Paper 02/208*, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Ilzetzki, E., Mendoza, E. y Vegh, C. (2010). How big (small?) are fiscal multipliers? NBER Working paper N° 16479, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Institute of International Finance (2010). Interim report on the cumulative impact on the global economy of proposed changes in the banking regulatory framework. Washington, DC.
- Kamin, S. B. (2002). Identifying the role of moral hazard in international financial markets. Discussion Paper 736, Institute of International Finance. Washington, DC.
- Kindleberger, C. P. (1978). *Manias, panics and crashes. A history of financial crises*. The Macmillan Press Ltd, London and Basingstoke.
- Kindleberger, C. P. (1996). *World Economic Supremacies, 1500-1990*. Cambridge, MIT Press.
- Klingen, C., Zettelmeyer, J. y Weder, B. (2004). How private creditors fared in emerging debt markets, 1970-2000 IMF Working Papers, (04)13, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Koo, R. (2010). *Learning Wrong Lessons from the Crisis in Greece*. Nomura Securities Co Ltd, Japanese Equity Research – Flash Report, Tokyo, 15 June.

- Lane, T. y Phillips, S. (2002). Moral Hazard; Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders?, IMF Economic Issues N° 28, March.
- Laubach, T. (2004). New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt, Board of Governors Federal Reserve System. Available at: http://www.crei.cat/activities/crei_seminar/04-05/laubach.pdf.
- Levy Yeyati, E. y Panizza, U. (2011). The elusive costs of sovereign defaults. *Journal of Development Economics*, 94(1): 95-105, Elsevier.
- Lindert, P. (1989). Response to debt crisis: What is different about the 1980s? In: Eichengreen B and Lindert P, eds., *The International Debt Crisis in Historical Perspective*. Chicago, University of Chicago Press.
- Lindert, P. (2004). *Growing Public: Social Spending and Economic Growth Since the Eighteenth Century*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Lindert, P. y Morton, P. (1989). How sovereign debt has worked. In: Sachs J, ed., *Developing Country Debt and Economic Performance. Volume 1: The International Financial System*. Chicago, University of Chicago Press.
- Marglin, S. (1990). Lessons of the golden age: An overview. In: Marglin S and Schor J, eds., *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience*. New York, Oxford University Press: 1-38.
- Martner, R. y Tromben, V. (2004). Public debt indicators in Latin American countries: Snowball effect, currency mismatch and the original sin. In: Banca d'Italia, *Public Debt*. Perugia, Italy.
- Nersisyan, Y. y Wray, L. R. (2010). Deficit hysteria redux? Public Policy Brief 111, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- NORAD (2009). Revenue Management: The Norwegian Fiscal Policy Framework, Norwegian Agency of Development Cooperation, Oslo.
- Ocampo, J. A. (2011). Global economic perspectives and the developing world. *Global Policy*, 2(1): 10-19.
- OCDE (2009). Economic Outlook Interim Report, March, Chapter 3: The effectiveness and scope of fiscal stimulus. Available at: www.oecd.org/dataoecd/3/62/42421337.pdf.
- OCDE (2010). *African Economic Outlook*. Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development.
- OCDE (2011). *Restoring public finances. Journal on Budgeting*, 2. Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Ostry, J., Ghosh, A., Kim, J. y Qureshi, M. (2010). *Fiscal Space*. IMF Staff position Note, SPN/10/11, 1 September, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Özler, S. (1993). Have commercial banks ignored history? *American Economic Review*, 83(3): 608-620.
- Panizza, U., Sturzenegger, F. y Zettelmeyer, J. (2009). The economics and law of sovereign debt and default. *Journal of Economic Literature*, 47(3): 651-98.
- Pasinetti, L. (1997). The social burden of high interest rates. In: Arestis P, Palma G, and Sawyer M, eds., *Capital Controversy, Post-Keynesian Economics and the History of Economic Thought*. Essays in Honour of Geoffrey Harcourt, vol. 1, London and New York, Routledge.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2009). *This Time is Different*. Princeton, Princeton University Press.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2010). Growth in a time of debt. *American Economic Review*, 100(2): 573-578.
- Rogoff, K. y Zettelmeyer, J. (2002). Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001. IMF Staff Papers: (49)3.
- Roubini, N. (2001). Debt Sustainability: How to assess whether a country is insolvent. New York University, New York. Available at: <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/debtsustainability.pdf>.
- Shleifer, A. (2003). Will the sovereign debt market survive? *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 93(2): 85-90.
- Spilimbergo, A., Symansky, S., Blanchard, O. y Cottarelli, C. (2008). Fiscal policy for the crisis. IMF Staff Positions Note, (08)/01, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Torre, A. D. L., Sinnott, E. y Nash, J. (2010). *Natural Resources in Latin America and the Caribbean: Beyond Booms and Busts?* Washington, DC, World Bank Publications.
- UNCTAD (2011a). *Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information*. New York and Geneva, United Nations, June.
- UNCTAD (2011b). Draft Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing. Working Document, Geneva, April.
- UNCTAD (TDR 1981). *Trade and Development Report, 1981*. United Nations publications, Sales N° E. 81.II.D.9, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2005). *Trade and Development Report, 2005. New features of global interdependence*. United Nations publications, Sales N° E. 05.II.D.13, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2008). *Trade and Development Report, 2008. Commodity prices, capital flows and the financing of investment*. United Nations publications, Sales N° E. 08.II.D.21, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2009). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the global crisis: Climate change mitigation and development*. United Nations

- publications, Sales N° E. 09.II.D.16, New York and Geneva.
- UNCTAD (*TDR 2010*). *Trade and Development Report, 2010. Employment, globalization and development*. United Nations publications, Sales N° E. 10.II.D.3, New York and Geneva.
- Villafuerte, M., López-Murphy, P. y Ossowski, R. (2010). Riding the roller coaster: Fiscal policies of non-renewable resources exporters in Latin America and the Caribbean. IMF Working Paper, N° 10/251, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Woodford, M. (2011). Simple analytics of the government spending multiplier. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(1): 1-35.
- Zandi, M. (2008). Assessing the macro economic impact of fiscal stimulus 2008. Moody's Economy.com. Available at: <http://www.economy.com/mark-zandi/documents/Stimulus-Impact-2008.pdf>.

NUEVA REGULACIÓN Y REESTRUCTURACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO

A. Introducción

Supuestamente, los mercados financieros sirven para movilizar recursos y permitir su asignación eficiente a inversiones productivas. Además, deben facilitar y abaratar las transacciones y reducir los riesgos ofreciendo un seguro contra acontecimientos poco probables pero muy costosos si llegaran a producirse. Así pues, se suele considerar que esos mercados contribuyen a fomentar el crecimiento económico y un amplio desarrollo social. Sin embargo, la triste realidad es que a menudo se utilizan como instrumentos de especulación y acumulación financiera sin contribuir directamente al desarrollo económico ni mejorar el nivel de vida y que, a lo largo de la historia, han sufrido numerosas crisis.

El desarrollo de los mercados financieros en las economías modernas se remonta al siglo XIII, cuando favorecieron la expansión del comercio a larga distancia, la integración de los mercados nacionales y el auge de la industria manufacturera. Contribuyeron a esta expansión de la economía real una serie de innovaciones financieras, como las letras de cambio, los seguros del comercio marítimo, la deuda pública, las sociedades por acciones y las bolsas de valores. También se hicieron relativamente comunes las crisis financieras, como las que se produjeron a consecuencia de la burbuja de los

tulipanes, la burbuja de la South Sea Company y la burbuja del Mississippi, algunos ejemplos antiguos de los estragos que los mercados financieros también pueden causar.

Las instituciones financieras se desarrollaron en contextos históricos diferentes y fueron adquiriendo diversas características específicas. Cabe distinguir dos tipos principales de sistemas financieros: los basados en los mercados de capitales, que se inscriben en la denominada tradición “anglosajona” (es decir británica y americana); y los que se basan en el crédito, nacidos de la tradición europea continental (principalmente alemana) (Zysman, 1983). En particular, los países europeos continentales, por su industrialización tardía, se apoyaron, de finales del siglo XIX en adelante, en grandes instituciones bancarias para fomentar las inversiones iniciales y el desarrollo de infraestructuras (Gerschenkron, 1962).

En estos últimos países, lo habitual era que varios accionistas importantes, bancos por lo general, poseyeran una proporción sustancial del capital total, mientras que en el Reino Unido y en los Estados Unidos la participación accionaria estaba mucho más dispersa. Por ese motivo, en el modelo basado en el crédito la relación entre los bancos y las empresas era más estable que en el modelo anglosajón, en el

que las empresas recurrían con mayor frecuencia a fuentes internas de financiación y al mercado bursátil. Además, el modelo basado en los mercados de capitales era mucho más propenso a las compras hostiles y las adquisiciones apalancadas.

Tras el Gran Crack de 1929 y la posterior Gran Depresión, se separó la banca comercial de la banca de inversión, principalmente en los Estados Unidos. Al mismo tiempo, se institucionalizaron las funciones del prestamista de última instancia, junto con el sistema de garantía de los depósitos, con el fin de prevenir las retiradas masivas de fondos de los bancos. Además, en vista de los efectos desestabilizadores de la especulación en los mercados financieros, especialmente en los mercados de divisas, con el Acuerdo de Bretton Woods de 1944 se introdujeron los controles de capital.

El establecimiento del Banco Mundial y de otros bancos de desarrollo regionales y nacionales contribuyó a diversificar el mercado financiero y a reforzar actividades destinadas a fomentar la inversión y el bienestar social. En este sentido, en la llamada “edad de oro del capitalismo”, podía considerarse que los mercados financieros tenían el propósito fundamental de promover la eficiencia funcional y social (Tobin, 1984; *TDR 2009*). Esto significa que varias instituciones financieras importantes desempeñaron un papel fundamental en el fomento del crecimiento económico a largo plazo.

Llegados los años setenta, el derrumbe del sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables de Bretton Woods, las dos crisis del petróleo y la consiguiente aceleración de la inflación dieron lugar a lo que se denominó la “venganza del rentista” (Pasinetti, 1997). La desregulación financiera y el aumento de los tipos de interés, junto con la creciente especulación en los mercados de divisas, hicieron que el sector financiero se apartara cada vez más de actividades que tenían utilidad social y estaban esencialmente vinculadas a la economía real y optara por actividades que se asemejaban cada vez más a las de un casino.

La creciente financiarización de la economía mundial (fuertemente impulsada por la titulización) provocó un predominio cada vez mayor de los sistemas financieros basados en los mercados de capitales por encima de los sistemas financieros basados en los bancos, proceso que reforzó el poder

político y económico de la clase rentista. Asimismo hubo una explosión de la actividad financiera, al tiempo que aparecía un sinnúmero de instrumentos financieros nuevos diseñados para reportar ganancias privadas a corto plazo. Ahora bien, esas operaciones estaban cada vez más desconectadas de la finalidad original de los mercados financieros, la de asignar recursos a inversiones a largo plazo (Epstein, 2005). Además, las innovaciones financieras no solo eliminaron las separaciones entre las diferentes instituciones financieras, sino que también generaron estructuras financieras cada vez más uniformes en todo el mundo. En los mercados internacionales, esta hegemonía creciente del sector financiero se puso de manifiesto con la generalización de la especulación cambiaria y con la participación creciente de inversores financieros en los mercados de futuros de productos básicos, creando desequilibrios que acrecentaron las posibilidades de nuevas crisis financieras (UNCTAD, 2009; véanse también los capítulos V y VI del presente informe).

Una de las principales causas del aumento del número de crisis financieras tanto en los países en desarrollo como en los desarrollados fue la desregulación financiera. Entre las peores crisis que padecieron los países desarrollados están la crisis de las cajas de ahorro y crédito, la burbuja tecnológica y la burbuja de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*). En los países en desarrollo algunos ejemplos notorios son las crisis de la deuda de los años ochenta y las crisis tequila, asiática y argentina. Parece haber consenso en que la desregulación fue uno de los principales factores determinantes de la reciente crisis financiera y económica mundial, que empezó en 2007. La desregulación fue, en parte, una respuesta a la presión de la competencia en el sector financiero, pero también se inscribió en una tendencia generalizada a reducir la intervención del Estado en la economía, lo cual contradecía la noción generalmente aceptada de que los mercados financieros son propensos a fallos, comportamientos gregarios y profecías que determinan su propio cumplimiento.

La crisis financiera y económica mundial ha suscitado un debate sobre la conveniencia de volver a regular y reestructurar el sector financiero, con el fin de evitar crisis futuras, o por lo menos crisis de esa magnitud. A nivel nacional e internacional, gran parte del debate ha girado en torno al fortalecimiento de los reglamentos financieros y una mejor

supervisión de su cumplimiento. Ahora bien, una nueva regulación no será suficiente para prevenir otras crisis financieras ni para hacer frente a un sector financiero extremadamente concentrado y demasiado grande dominado a nivel mundial por un pequeño número de instituciones gigantescas. Además, tampoco hay garantías de que, aunque el sector estuviera mejor regulado y fuera menos propenso a las crisis, lograra impulsar el crecimiento y el empleo, sobre todo en los países de renta baja, ni facilitar el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas o de la ciudadanía en general.

El resto del presente capítulo se divide en tres secciones. En la sección B se examinan las disfunciones del mercado financiero que provo-

caron la Gran Recesión. En la sección C se analizan las cuestiones que quedaron sin resolver durante la crisis y se examinan los debates en curso sobre la regulación del sector financiero. En la última sección se estudian las principales propuestas para reorganizar el sector y se destacan dos reformas esenciales. En primer lugar, los bancos públicos y cooperativos deben asumir un papel más importante dentro de un sector bancario diversificado, de modo que el sector satisfaga mejor las necesidades de la economía real de los distintos países del mundo. En segundo lugar, para poner freno a las actividades del casino financiero mundial, es preciso que haya una separación clara entre las actividades de los bancos comerciales y las de los bancos de inversión.

B. ¿Qué fue lo que falló?

1. La creación de riesgo por el sector financiero

La teoría económica mayoritaria todavía sostiene que los mercados financieros liberalizados pueden resolver fácil y automáticamente lo que según ella es el problema económico más complejo y perdurable, a saber, la transformación de los ahorros de hoy en las inversiones de mañana. Esto se basa en el supuesto de que, mientras aumente el ahorro, con unos mercados financieros eficientes, los ahorros de las personas y las decisiones en materia de inversión no representan mayor problema para el conjunto de la economía, ni siquiera cuando quienes invierten ven disminuir el rendimiento de sus inversiones, (*TDR 2006*, anexo 2 del capítulo I). Ahora bien, ¿es la transformación del ahorro la única función de los mercados financieros? ¿Funcionan estos de la misma forma que los mercados de bienes y servicios? De igual manera, cabe preguntarse si

la inversión en capital fijo, con la intermediación de la banca tradicional, y la inversión en mercados puramente financieros (por conducto de “bancos de inversión”, por ejemplo) son procesos análogos. ¿Por qué son más propensos a los fallos los mercados financieros más grandes y complejos, mientras que en los mercados de bienes y servicios la inversión y la complejidad no plantean mayores problemas?

Es evidente que la inversión en capital fijo es más rentable para el inversor particular y más beneficiosa para el conjunto de la sociedad si hace aumentar la cantidad de bienes y servicios disponibles. La innovación consistente en reemplazar una máquina vieja por otra nueva y más productiva o sustituir un producto viejo por otro nuevo de mejor calidad o con características añadidas conlleva un riesgo, porque el inversor no puede tener la seguridad de que la máquina nueva o el producto nuevo satisfagan las necesidades de los posibles clientes. De ser así, el empresario obtendrá

una renta de monopolio temporal hasta que otros copien la innovación. Aunque eso ocurra enseguida, no planteará ningún problema sistémico; tal vez llegue antes el momento en que el innovador original empiece a perder parte de sus ganancias, pero, para la economía en su conjunto, la rápida difusión de una innovación suele ser positiva, pues aumenta el bienestar y los ingresos en general. Cuanto mayor sea la eficiencia con que el mercado difunde los conocimientos, mayor será el incremento de la productividad, que podría dar lugar a una elevación permanente del nivel de vida, al menos si el entorno institucional permite una distribución equitativa de los ingresos adicionales. Ello a su vez podría generar la demanda necesaria para comercializar la cantidad creciente de productos ofrecidos.

La obtención de ganancias mediante la innovación en un mercado financiero es de naturaleza fundamentalmente diferente. Los mercados financieros se ocupan sobre todo de aprovechar eficazmente las ventajas informativas sobre los activos existentes y no sobre los adelantos tecnológicos. El monopolio temporal de cierta información o un pronóstico acertado sobre la evolución del mercado de una determinada clase de activos permiten obtener una renta de monopolio con una simple operación de arbitraje. Cuanto mayor sea el número de agentes que detecten una posibilidad de arbitraje y cuanto menos tarden en realizar sus operaciones, más rápidamente desaparece la posible ganancia. En este caso, también se beneficia la sociedad en su conjunto, pero se trata de un beneficio ocasional que no va acompañado de mayores alteraciones. Puede ser que gracias a la eficiencia financiera se obtenga el máximo beneficio posible de la combinación existente de factores de producción y recursos, pero la innovación en el sector financiero no tiene el efecto de empujar la curva de la productividad hacia arriba; por consiguiente, no genera una nueva corriente de ingresos.

Pero el grave defecto de la innovación financiera que puede provocar crisis y el descalabro de todo el sistema es otro. Cuando en los mercados financieros, un grupo gregario de agentes “descubre”, observando tendencias de precios razonablemente estables en diferentes mercados (tendencias

inicialmente determinadas por los acontecimientos y la evolución de la economía real), una oportunidad de arbitraje dinámico, es decir de inversión en la probabilidad de que continúe la tendencia existente, entonces empiezan los problemas. Si muchos agentes (inversores) que disponen de grandes cantidades de dinero (a menudo prestado) apuestan por los mismos resultados plausibles, por ejemplo un aumento de los precios del mercado inmobiliario, del petróleo, o de determinadas acciones o monedas, adquieren el poder de mercado para mover esos precios en la dirección que deseen. Este es el proceso por el que los precios de los mercados financiarizados se disparan mucho más allá de niveles sostenibles; es más, es un proceso que distorsiona los precios de manera sistemática. El medio utilizado para lograr este resultado es la difusión de información bastante convincente de que, por ejemplo, la demanda de petróleo y alimentos de China y la India va en aumento. Incluso si una predicción de ese tipo es correcta, no se puede cuantificar su impacto en el mercado, pero pese a todo se utiliza para justificar precios que pueden desviarse del “precio justo” por un amplio margen. Si los participantes en los mercados financieros adoptan decisiones sobre la base de información de ese tipo y si los analistas, los investigadores, los medios de difusión y los políticos “confirman” esas previsiones, apostar por el crecimiento ininterrumpido de los precios no entraña ningún riesgo durante un tiempo y puede generar ganancias completamente desconectadas de la economía real.

En contra de la opinión económica más extendida, la especulación o las “inversiones” de ese tipo no tienen efectos estabilizadores en los precios de los mercados afectados, sino todo lo contrario. Puesto que en un entorno caracterizado por la incertidumbre simplemente no es posible conocer el precio “verdadero”, no se cumple la condición fundamental para que la especulación resulte estabilizadora, a saber, que se conozca el precio de equilibrio. De ahí que la mayoría de los participantes en el mercado no puedan hacer otra cosa que extrapolar la tendencia actual de los precios mientras se presenten argumentos convincentes que justifiquen esa tendencia. El resultado es que todo el mundo toma posiciones largas y nadie es

Normalmente, la innovación y la inversión en la economía real hacen aumentar la productividad, el bienestar y los ingresos...

bajista. Esto ocurre a pesar de que las economías que tienen tasas de crecimiento de un solo dígito no pueden cumplir las expectativas de grupos gregarios de participantes en el mercado financiero. Ese tipo de comportamiento hace caso omiso, por lo menos temporalmente, de las enseñanzas del pasado (UNCTAD, 2009).

El efecto de arrastre generado por esas expectativas uniformes, pero equivocadas, sobre la evolución de los precios a largo plazo inevitablemente crea problemas, puesto que los fondos no se invierten en actividades productivas que podrían generar mayores ingresos reales. Lo que sí se crea, en cambio, es la ilusión de un juego de suma cero en el que es posible obtener altos rendimientos y dinero fácil durante mucho tiempo. Tarde o temprano, los consumidores, los productores o los gobiernos y los bancos centrales se verán en la imposibilidad de satisfacer las expectativas exageradas de los mercados financieros. Por ejemplo, un aumento acelerado de los precios del petróleo y los alimentos afectará gravemente al bolsillo de los consumidores, la apreciación de las monedas creará un déficit insostenible de las balanzas por cuenta corriente o los precios de las acciones quedarán desconectados de toda expectativa de beneficio razonable. Sean cuales fueren las razones o las crisis específicas que desencadenen ese vuelco de la situación, llegará un punto en que cada vez más participantes empiecen a entender que, como bien dijo Herbert Stein, antaño asesor de la Presidencia de los Estados Unidos, “si algo no puede continuar indefinidamente, acabará por detenerse”. Así pues, con el comportamiento gregario y la codicia que los caracterizan, son los propios mercados financieros los que crean los riesgos de variaciones extremas (es decir de que se produzcan acontecimientos extremos, a menudo graves pero sumamente improbables) que provocan su derrumbe.

Es por eso que toda reevaluación de la gestión del riesgo financiero tiene que empezar con el reconocimiento de que el sistema financiero se caracteriza por la incertidumbre y no por un riesgo cuantificable. La incertidumbre suele ser particularmente acusada tras un largo período de

inversión, cuando los precios de los activos más importantes se han disparado muy por encima de su valor de equilibrio a consecuencia del comportamiento gregario de los especuladores o los inversores. Los riesgos que crea el sector financiero son sumamente costosos para la sociedad en general, no solo por lo que cuestan los planes de rescate cuando estallan las crisis sino también porque pueden provocar una distorsión de los precios y una mala asignación de recursos mayores que las que las registradas hasta el momento en los mercados “normales” (UNCTAD, 2009).

... mientras que en el sector financiero suelen dar lugar a una especulación desestabilizadora, distorsiones de precios y una mala asignación de recursos

En resumen, la incertidumbre en cuanto al valor de los activos de un banco durante las burbujas puede llegar hasta el punto de que ninguna exigencia de reservas de capital o de liquidez sea suficiente para

absorber el impacto posterior. Queda entonces por determinar en qué medida y en qué condiciones debe intervenir el Estado, cuestión más acuciante aún en el caso de grandes bancos.

2. La desregulación y el sistema bancario paralelo

En los últimos decenios la desregulación de los mercados financieros ha provocado una concentración cada vez mayor de las actividades bancarias en un número reducido de instituciones muy grandes, así como el desarrollo de un “sistema bancario paralelo” sin apenas regulación, en particular en los países desarrollados. Al mismo tiempo, el activo y el pasivo de los bancos comerciales han sufrido una transformación completa. Los bancos comerciales tradicionales que prestaban dinero a clientes bien conocidos y tenían la seguridad de su base de depósitos para financiarse, fueron reemplazados por instituciones financiadas, por lo general a corto plazo, por los mercados de capitales, fuente de financiación mucho menos estable. En la columna del activo de su balance, los préstamos estaban empaquetados en fondos que se vendían a terceros en el mercado financiero, y los bancos retenían solo una proporción muy pequeña de esos créditos. Este es el denominado “proceso de titulización”, que dio lugar al modelo de “creación y distribución de crédito”. Además, sobre todo en

el caso de los bancos más grandes, las operaciones financieras adquirieron casi tanta importancia como la concesión de créditos y la cartera de títulos se convirtió en una parte considerable del total de activos. El resultado fue que los bancos comerciales asumieron funciones parecidas a las de los agentes de bolsa. No es de extrañar, por lo tanto, que la crisis actual se haya caracterizado por el pánico de los acreedores y no de los depositantes, pues estos últimos estaban protegidos en gran medida por los mecanismos de garantía de depósitos.

La relajación de la regulación permitió la aparición de un sistema bancario paralelo grande, desregulado y falto de capital necesario, estrechamente interrelacionado con el sistema tradicional.

Al tiempo que se produjo esta transformación del sistema bancario “regulado”, sujeto a algún tipo de norma y supervisado por organismos oficiales, apareció un sistema financiero extenso y no regulado, especialmente en los Estados Unidos. Este sistema bancario paralelo gestionaba los fondos de manera muy diferente al sistema bancario tradicional (McCulley, 2007). Consiste en una cadena compleja de intermediarios especializados en diferentes funciones, que van desde la concesión de préstamos, la financiación intermedia y la emisión de valores —normalmente valores respaldados por activos y garantizados por paquetes de esos préstamos— hasta operaciones de financiación en los mercados mayoristas. En cada eslabón de la cadena intervienen diferentes entidades y diferentes formas de titulización. El sistema bancario paralelo experimentó un crecimiento espectacular en los años ochenta, en gran medida alentado por la relajación de los reglamentos que hasta entonces prohibían a los bancos que intervinieran en los mercados de valores, y se formalizó en los Estados Unidos al revocarse gran parte de las disposiciones de la Ley Glass-Steagall, en 1999. El resultado fue que, a principios de 2008, el pasivo del sistema bancario paralelo de los Estados Unidos era de casi 20 billones de dólares, mientras que el del sector bancario tradicional no superaba los 11 billones de dólares (Pozsar y otros, 2010).

Estos cambios en la legislación se debían a la aparición de empresas financieras o fondos de inversión del mercado monetario que ejercían fuertes presiones competitivas sobre los bancos tradicionales. El resultado es que los bancos

procuraron absorber muchas de esas entidades especializadas o crearon sus propias entidades —al amparo de *holdings* bancarios. La banca tradicional empezó a delegar gran parte de sus

funciones de intermediación crediticia en esas empresas asociadas. De este modo, los bancos multiplicaban la utilización de su capital preservando su acceso a los mecanismos públicos de apoyo a la liquidez y al crédito y actuando a su vez como prestamistas de última instancia para el resto del grupo. Además, los grandes *holdings* bancarios

activos en muchas jurisdicciones diferentes empezaron a realizar operaciones de arbitraje geográfico, buscando la localización más rentable (por lo general desde el punto de vista de los ahorros de capital) para sus diversas actividades. El volumen de las actividades de esos grupos siempre ha sido excesivo en comparación con su capital.

La intermediación paralela se originó en los Estados Unidos pero los bancos diversificados de Europa y el Japón también participaron en esas operaciones. En particular los bancos europeos y sus filiales extraterritoriales se beneficiaron de la reforma del régimen de Basilea-I de 1996, al convertirse en importantes inversores en valores respaldados por activos con calificación AAA y en obligaciones de deuda garantizadas con pocas exigencias de capital. Así pues se adentraron en un terreno en el que empezaron a incurrir en desajustes monetarios, puesto que financiaban operaciones en dólares de los Estados Unidos con recursos en euros y tenían acceso a préstamos de última instancia solo en euros. De ahí que, tras el estallido de la última crisis financiera y económica, la Reserva Federal de los Estados Unidos haya tenido que proporcionar mecanismos para el canje de monedas (líneas *swap*) a los bancos centrales de Europa.

Otro componente del sistema bancario paralelo que se originó en los grandes *holdings* bancarios de inversión es el de las sociedades de valores y bolsa que operan por cuenta propia y cuenta ajena (*diversified broker-dealers* o DBD). En los Estados Unidos, los bancos de inversión, antes sociedades limitadas, se transformaron en sociedades por acciones, otro elemento determinante en el paisaje

cambiante del sector financiero. Esas entidades tienen una ventaja con respecto a los *holdings* bancarios porque pueden operar con niveles mucho más altos de apalancamiento. Como no son propietarias de los bancos, sus préstamos proceden principalmente de bancos industriales y de sucursales de las cajas de ahorros federales. Como no tienen suficiente liquidez, recurren a grandes bancos comerciales estadounidenses y europeos que disponen de enormes depósitos. De ese modo, una vez más, el sector bancario transformado queda estrechamente interrelacionado con el sector “paralelo”. Las DBD fueron emisores particularmente importantes de hipotecas *subprime* e hipotecas comerciales. Los *holdings* bancarios solo pueden solicitar asistencia financiera de la Reserva Federal y la Corporación Federal de Garantía de Depósitos para sus bancos industriales y las sucursales de cajas de ahorro federales, pero esa ayuda no se puede transferir en su totalidad al resto del grupo.

Otro tipo de intermediarios crediticios, especializados principalmente en préstamos para la adquisición de automóviles, equipo y otras líneas de crédito, dependen sobremedida de las DBD y los *holdings* bancarios para acceder al crédito bancario y/o al mercado y son, por lo tanto, sumamente vulnerables. Por último, tanto los *holdings* bancarios como las DBD recurren en parte a entidades privadas de concentración de riesgos crediticios, como las compañías de seguros, a fin de cumplir los requisitos en materia de capital de riesgo necesarios para obtener la calificación AAA.

Los verdaderos financiadores principales del sistema bancario paralelo son los fondos de inversión del mercado monetario, que superaron al sector tradicional en cuanto al valor total de los fondos que gestionaban antes de la crisis: 7 billones de dólares, frente a los 6,2 billones de dólares que totalizaban los depósitos bancarios (Pozsar y otros, 2010). La calidad y estabilidad de las diferentes fuentes de financiación no son las mismas en los dos sistemas. Los bancos cuentan con una fuente privilegiada de financiación, dado que, gracias a un mecanismo bien establecido de garantía, los depósitos son muy estables, y además tienen la posibilidad de acceder a la ventanilla de descuento de los bancos centrales. En

cambio, el sistema bancario paralelo depende de la financiación mayorista, que es sumamente inestable y hace más frágil el sistema, como lo ha evidenciado la crisis. A esto se suma el hecho de que los proveedores de líneas de crédito y las entidades privadas de concentración de riesgos crediticios son muy vulnerables en tiempos de crisis.

El sistema bancario paralelo depende de la financiación mayorista, que es sumamente inestable y hace más frágil el sistema.

De hecho, los proveedores de financiación mayorista constituyen el componente más débil del sistema. Al igual que los titulares de depósitos bancarios, esos proveedores pretenden recobrar sus recursos a la par, aun cuando son conscientes de que

prácticamente no hay reserva de capital que los proteja en caso de pérdida de activos. Se plantea entonces la cuestión de si la regulación se debe extender al sistema bancario paralelo y se debe permitir que este sistema tenga acceso al prestamista de última instancia y a las garantías de depósito o si eso debe estar totalmente prohibido. Esta última opción no parece ser realista. Además, por cada prohibición probablemente aparecería una nueva entidad “paralela”. Por consiguiente, lo más conveniente es reconsiderar la función de este segmento del sector financiero y elaborar reglamentos basados en la función y no en la forma institucional.

3. Está en juego la función de prestamista de última instancia

La actividad esencial de un sistema bancario consiste en estructurar los plazos de vencimiento. Los intermediarios financieros se financian mediante un pasivo exigible a corto plazo, como los depósitos, los fondos de inversión en el mercado monetario o los valores comerciales, para luego invertir esos recursos en activos con un plazo de vencimiento más largo, como préstamos o diferentes tipos de valores. Las crisis suelen deberse a falta de liquidez (Morris y Shin, 2003). Puede haber un aumento repentino de la demanda de liquidez a consecuencia de acontecimientos exógenos o expectativas negativas en un contexto de asimetría de información entre prestatarios y prestamistas, puesto que los prestatarios conocen mejor su propia situación que los prestamistas y, por tanto, saben si quieren

y pueden pagar su deuda. De hecho en los sistemas financieros modernos y titulizados el proveedor inicial de liquidez puede desconocer por completo las circunstancias y la voluntad del prestatario final, pues la cadena que los une es sumamente larga y compleja.

La falta de liquidez rara vez se limita a una sola institución y puede haber un efecto de contagio. En lo que respecta al pasivo, pueden producirse en movimientos de pánico y corridas bancarias de los depositantes o los acreedores, mientras que por el lado del activo, el desplome de su valor (consecuencia de las ventas forzadas para obtener liquidez) afecta a los balances de las instituciones financieras o al valor de las garantías que respaldan esos activos (por ejemplo, los inmuebles que garantizan los préstamos hipotecarios). El sistema puede entonces derrumbarse, con consecuencias sumamente negativas para el conjunto de la economía. En este contexto, la intervención del Estado puede ser el único recurso para detener ese proceso.

Así pues, en los últimos 150 años se ha llegado a un acuerdo tácito, por el cual los poderes públicos asumen las funciones de prestamista de última instancia en tiempos de crisis. Y, dada la frecuencia de las crisis, los gobiernos y los bancos centrales intervienen cada vez más en el suministro de liquidez, la garantía de los depósitos y, por último, las inyecciones de capital para evitar el derrumbe de las instituciones financieras y del sistema en general. A cambio de ello, los bancos y las entidades financieras tuvieron que aceptar la regulación de sus actividades. En un intento de poner fin o por lo menos reducir los fallos del mercado, se introdujo la regulación prudencial de las actividades financieras y se encomendó a determinados órganos de supervisión la vigilancia de su aplicación, por lo general en tiempos de crisis financieras.

Desde el siglo XIX, el prestamista de última instancia ha sido un importante apoyo a la liquidez de los bancos del Reino Unido. La garantía de los depósitos se aprobó en respuesta a la crisis de los años treinta, aunque al principio los Estados Unidos

eran el único país industrializado que adoptó esa medida. Esta forma de garantía de reembolso de los depósitos logró contener, cuando no eliminar por completo, el fenómeno habitual de las corridas bancarias. Sin embargo, el desarrollo del sistema bancario paralelo reactivó el riesgo de que cundiera el pánico entre los depositantes (o los acreedores), puesto que, en principio, las entidades de ese sistema no tenían acceso a ese tipo de garantías y, además, tampoco tenían derecho a utilizar la ventanilla de descuento del banco central, prestamista de última instancia.

Normalmente, las medidas del prestamista de última instancia y la garantía de los depósitos estaban sujetas al límite máximo de apoyo a la liquidez que podían prestar y a otras restricciones relacionadas con la solvencia del banco receptor de la ayuda. En principio, el apoyo a la liquidez debería concederse solo a las instituciones solventes contra activos de buena calidad y a un tipo de interés “disuasorio” (Bagehot, 1873). Sin embargo, a menudo se han

Mientras que la regulación por los poderes públicos se ha debilitado, su papel de prestamista de última instancia para el sistema financiero se ha reforzado y se extiende incluso al sistema bancario paralelo.

eludido esas restricciones en tiempos de crisis. Por ejemplo, la garantía de los depósitos, que en principio debía limitarse a una cantidad modesta, muchas veces se ha extendido a la totalidad de los depósitos, con el consiguiente aumento del apoyo a la liquidez y de la gama de activos que podían servir de garantía. En los Estados Unidos, tras un período de vacilación, se extendió el apoyo al sistema

bancario paralelo durante la crisis financiera mundial y se juzgaron aceptables garantías que entrañaban riesgos mucho mayores.

Es menos común que el Estado inyecte capital en los bancos en apuros. El primer país en hacerlo fueron los Estados Unidos, con la creación de la *Reconstruction Finance Corporation* (Corporación de Reconstrucción Financiera) en los años treinta. Desde entonces, se han creado mecanismos parecidos en Asia, América Latina, el Japón y los países escandinavos en respuesta a las crisis de los años ochenta y noventa, y en toda una serie de países a raíz de la crisis actual.

En los últimos veinticinco años ha aumentado la frecuencia de las crisis financieras tanto

en los países desarrollados como en los países en desarrollo. Al mismo tiempo, el apoyo oficial al sector bancario se ha hecho más habitual, con cantidades cada vez mayores e instrumentos cada vez más variados. A pesar de estos cambios, la tendencia dominante desde hace treinta años ha sido la de confiar en el mercado y, por ende, en la desregulación. No cabe duda de que la avidez de ganancias cada vez mayores y las primas abonadas al personal de los bancos y otras instituciones de intermediación financiera han sido determinantes en esta evolución. Sin embargo, los poderes públicos también han desempeñado un papel esencial pues han dejado que eso ocurra.

De ahí que la regulación y el apoyo del prestamista de última instancia no hayan evolucionado al mismo ritmo y que se haya quebrantado el acuerdo tácito entre los gobiernos y el sistema financiero. De hecho, la capacidad de regulación ha resultado debilitada por la emergencia de un “sistema de regulación paralelo”. Con

contadas excepciones, los reglamentos prudenciales se sustrajeron al debate público y no se sometieron a la aprobación de los órganos parlamentarios. Incluso se los independizó del poder ejecutivo. Los organismos de supervisión a nivel nacional y los comités informales integrados por funcionarios no electos de esos mismos organismos a nivel internacional abrieron una nueva era de regulación financiera prudencial (en realidad, no prudencial). El régimen aprobado por esos comités internacionales —que no representaban ni a los gobiernos ni a los órganos públicos elegidos por la ciudadanía— también fue adoptado por países en desarrollo que no estaban representados en esos comités. Por consiguiente, las autoridades ya no podían frenar la tendencia del sector financiero a asumir riesgos cada vez mayores. Se permitió, en gran medida, que los mercados financieros se autorregularan, a pesar de los evidentes fallos de esos mercados.

C. Cuestiones no resueltas de la regulación financiera

Los intermediarios financieros que recurren al apalancamiento son, por naturaleza, propensos a los riesgos de liquidez y de solvencia. Por consiguiente, la regulación prudencial se ha centrado sobre todo en este tipo de riesgo bancario, que afecta a instituciones concretas. Se ha procurado utilizar la regulación del sistema bancario, por ejemplo las reservas obligatorias de capital fijadas en los diferentes acuerdos de Basilea, para prevenir este aspecto del riesgo, aunque no siempre se ha logrado. Ahora bien, hay un segundo tipo de riesgo bancario, relacionado con el carácter sistémico de las actividades bancarias, que tiene que ver con la transferencia de riesgos de una institución a

otra (es decir el contagio del riesgo). Eso ocurre sobre todo cuando se trata de instituciones financieras muy grandes y se produce una reacción en cadena (una “corrida”, para utilizar la terminología de la banca) que puede afectar a todo el sistema, incluso a las instituciones que hayan hecho provisiones para prevenir riesgos. Otro aspecto del riesgo sistémico está estrechamente vinculado a los acontecimientos de nivel macroeconómico. Se trata sobre todo de cuestiones cambiarias y relativas a la balanza de pagos, puesto que muchas crisis financieras han sido provocadas por crisis cambiarias, por eso a veces se habla de “crisis gemelas” (Bordo y otros, 2001).

1. La autorregulación y el riesgo endógeno

Ha brillado por su ausencia el marco reglamentario estricto que debería haber acompañado la espectacular expansión de las actividades financieras. En cambio, se ha confiado cada vez más en la autorregulación de las instituciones financieras. Estas suelen utilizar todos los modelos de riesgo similares que no tienen en cuenta la naturaleza de los riesgos financieros sistémicos.

En los últimos decenios, se han elaborado modelos de gran complejidad para hacer estimaciones de riesgos, basados en la opinión generalizada de que el riesgo podía medirse con precisión y de que esos cálculos podían constituir una base sólida para la regulación prudencial. En realidad, esos modelos de estimación del riesgo presentan graves deficiencias. Para empezar, no están diseñados para detectar los riesgos que rara vez se hacen realidad —los riesgos de que se produzcan variaciones extremas, principalmente a consecuencia del comportamiento gregario que se observa en los propios mercados financieros— pero que pueden tener consecuencias catastróficas (de Grauwe, 2007). A pesar de que son muy elaborados, los modelos de riesgo más utilizados se basan en cálculos de probabilidades demasiado simplificados. Por ejemplo, los modelos de riesgo típicos suponen una distribución normal de los riesgos, simétrica con respecto a las posibles ganancias y pérdidas. Esto plantea un grave problema, pues los modelos no tienen en cuenta la posibilidad de que se produzcan variaciones extremas —acontecimientos excepcionales significativos— que, como han demostrado las crisis financieras, tienen gravísimas consecuencias y lo que es aún más importante, los modelos no permiten hacer una estimación del nivel que podrían alcanzar las pérdidas resultantes de esos acontecimientos¹.

Es incluso más preocupante que las autoridades reguladoras acepten que se utilicen modelos que

solo sirven para predecir acontecimientos menores y frecuentes a nivel empresarial para calcular también la probabilidad de que se produzcan acontecimientos de gran magnitud y poco frecuentes. De hecho los primeros podrían someterse a un control *a posteriori* durante un período razonable. En cambio, ello no es posible en el caso de la aplicación de los modelos a acontecimientos en gran escala

Es paradójico que se decidiera regular los mercados financieros para evitar sus fallos y luego se dejara que el mercado se autorregulase.

porque no se cuenta con una muestra que abarque un período suficientemente largo. En los períodos normalmente tomados como muestra, que abarcan unos cuantos decenios, no se han observado acontecimientos verdaderamente extremos, sino solo crisis pequeñas y de poca importancia en comparación con la actual. En tiempos

normales, una caída del precio de los activos o incluso una situación de impago podrían verse como acontecimientos independientes sin consecuencias sistémicas. En situaciones de crisis, en cambio, acontecimientos que supuestamente no guardan ninguna correlación entre sí quedan estrechamente vinculados (Banco de Inglaterra, 2007, recuadro 4).

Desde un punto de vista macroeconómico, los reglamentos de Basilea han introducido un sesgo procíclico, porque ponen el acento en modelos sensibles al riesgo en los que las estimaciones están supuestamente basadas, en la medida de lo posible, en lo que ocurre en el mercado (Persaud, 2008). Sin embargo, la recurrencia de las crisis financieras prueba que los mercados financieros no funcionan como deberían. Por consiguiente, es inevitable que las instituciones financieras y las agencias de calificación se equivoquen al

La pérdida de diversidad del sistema financiero y la uniformidad del comportamiento de los agentes aumentan el riesgo de una crisis sistémica.

calcular los riesgos si aplican modelos que siguen el mercado. En este contexto, es paradójico que se decidiera regular los mercados financieros para evitar sus fallos y luego se dejara que el mercado se autorregulase (Buiter, 2009). En particular, los modelos de riesgo que se guían por los precios del mercado y por los métodos de contabilidad basados en la valoración a precios de mercado no son instrumentos fiables de regulación financiera (Persaud, 2008). Además, como esos modelos

suelen subestimar los riesgos, han provocado que la capitalización de los bancos esté por debajo del nivel necesario establecido en la normativa de Basilea, según la cual las reservas de capital necesarias se determinan con arreglo a una ponderación del riesgo (Danielsson, 2002; Danielsson y otros, 2001).

Es esencial que toda regulación prudencial reconozca que el riesgo en el sistema financiero es endógeno (es decir que es creado por el propio mercado financiero) y tiene dos dimensiones: una dimensión transversal y una dimensión temporal. La primera se refiere a la interacción entre las diferentes instituciones financieras. En tiempos normales, si el sistema está integrado por numerosas instituciones heterogéneas, sus acciones pueden anularse mutuamente, en cierta medida. Sin embargo, la experiencia enseña que los diferentes agentes se van homogeneizando paulatinamente con el tiempo y se va generando una correlación muy fuerte entre sus carteras. Es el resultado del frecuente comportamiento gregario y de los rendimientos que reportan esos comportamientos a corto y mediano plazo. La diversidad se ha reducido porque todos los tipos de empresas financieras tienden a dedicarse a las mismas actividades de alto rendimiento, de modo que las mismas estrategias comerciales se van repitiendo en todo el sector financiero (UNCTAD, 2009). La pérdida de diversidad también hace al sistema más vulnerable al segundo aspecto del riesgo endógeno, relacionado con su dimensión temporal y su carácter procíclico. Dada la uniformidad del sistema financiero, cabe prever que una crisis macroeconómica afectará de la misma manera a todos los agentes al mismo tiempo. Los reglamentos existentes, como están centrados en los precios de mercado, no frenan la tendencia a asumir más riesgos y a beneficiarse de la subida de los precios de los activos durante los períodos de auge, lo cual acentúa el efecto procíclico.

Para evaluar el riesgo financiero y su propagación entre instituciones, el tamaño de las instituciones es un factor sumamente importante: la contribución de las instituciones grandes al riesgo sistémico es muy desproporcionada con respecto a su tamaño (Banco de Pagos Internacionales, 2009). La regla empírica que se ha verificado reiteradamente es que el 20% de los miembros (más grandes) de una red son responsables del 80% de la propagación del riesgo. Por lo tanto, los reglamentos deberían elaborarse teniendo en cuenta que las instituciones

no están en pie de igualdad, lo cual es contrario a la práctica dictada por los acuerdos de Basilea I y II. Para aumentar la resiliencia del sistema, se deberían imponer reservas de capital y otras exigencias prudenciales más estrictas a las instituciones grandes y, de hecho, el acuerdo de Basilea III parece moverse en esa dirección.

2. Instituciones financieras de importancia sistémica

Una cuestión estrechamente relacionada con el riesgo sistémico es la de las denominadas instituciones financieras de importancia sistémica, a las que se ha calificado como “demasiado grandes para quebrar”². La concentración de las actividades bancarias en un número reducido de instituciones muy grandes es algo relativamente reciente. Por ejemplo, en los Estados Unidos, entre los años treinta y los años ochenta, el tamaño medio de los bancos comerciales con respecto al PIB se mantuvo generalmente constante, para triplicarse en los 20 años siguientes (Banco de Pagos Internacionales, 2008). A nivel mundial, en 2008, 12 bancos tenían un pasivo de más de un billón de dólares y la relación entre el pasivo de 30 bancos y el PIB nacional era superior al 50% (Demirgüç-Kunt y Huizinga, 2011).

En lo que a la concentración se refiere, hasta principios de los años noventa los tres bancos más grandes de los Estados Unidos tenían cerca del 10% del total de los activos del sistema bancario comercial, porcentaje que aumentó al 40% entre 1990 y 2007. La proporción del total de activos de los 1.000 bancos más grandes del mundo en manos de los cinco bancos mayores pasó del 8% en 1998 a más del 16% en 2009. Por otra parte, el tamaño del sector bancario en la economía mundial se mantuvo prácticamente constante desde principios del siglo XX hasta los años setenta, para empezar a crecer en los años ochenta. En el Reino Unido, por ejemplo, el tamaño de la banca se multiplicó por diez hasta alcanzar un valor equivalente a cinco veces el PIB anual del país (Banco de Pagos Internacionales, 2008).

En 2008, se observaba un alto nivel de concentración en el sector bancario de la mayoría de los principales países desarrollados; en Alemania, Australia, el Canadá, los Estados Unidos, Francia, el Reino Unido y Suiza, entre 2 y 6 instituciones

tenían el 65% del total de los activos bancarios del país (FMI, 2010a). Además, “la gran mayoría de las operaciones financieras transfronterizas se realizaban (y se siguen realizando) por mediación de unas cuantas de las instituciones más grandes cada vez más interconectadas, dentro y fuera del país” (FMI 2010a: 5). Para reducir costos, las instituciones financieras de importancia sistémica optaron por fuentes de financiación distintas de los depósitos, como los fondos mutuos de inversión en el mercado del dinero, efectos comerciales a corto plazo y acuerdos de recompra (repos). En esas instituciones, la cartera de títulos se convirtió en la principal clase de activos, desplazando a los préstamos, de modo que se redujo la importancia de los ingresos netos por intereses y aumentó la proporción de activos totales correspondiente a los títulos negociables.

Paralelamente, han disminuido espectacularmente las defensas de los bancos contra los impactos negativos: la liquidez y el capital. En el Reino Unido y en los Estados Unidos los coeficientes de capital se han dividido por cinco desde principios del siglo XX. Los coeficientes de liquidez se han reducido a un ritmo aún más rápido desde los años cincuenta, llegando prácticamente a cero, mientras que la rentabilidad de los bancos se ha disparado, pasando la rentabilidad financiera sobre recursos propios de un nivel estable del 10% anual a un nivel volátil de entre el 20% y el 30% anual (Haldane, 2010).

En los años anteriores a la crisis financiera mundial, el nivel de apalancamiento financiero (es decir la relación entre los activos totales y el capital ordinario total) de las instituciones financieras de importancia sistémica aumentó considerablemente. Entre 2004 y 2007 esta relación pasó de 27 a 33 veces en Europa y de 15 a casi 18 veces en el Canadá y los Estados Unidos. Al mismo tiempo, disminuyeron los coeficientes de capital, al igual que la proporción de depósitos

con respecto a sus recursos totales, lo cual aumentó su vulnerabilidad. En el Canadá y los Estados Unidos, la liquidez de las instituciones financieras de importancia sistémica, calculada según la proporción entre los activos líquidos y los pasivos distintos de los depósitos, pasó del 23% en 2004 a cerca del 20% en 2007, mientras que en Euro-pa se desplomó del 35% al 22% en el mismo período. De igual manera, la relación entre los pasivos distintos de los depósitos y los pasivos totales aumentó del 62% al 67% en Europa y del 50% al 54% en el Canadá y en los Estados Unidos (FMI, 2010a, gráfico 1).

Hoy en día las actividades bancarias están concentradas en un número reducido de instituciones muy grandes, que suelen asumir riesgos mayores que las entidades más pequeñas.

El problema de las instituciones financieras de importancia sistémica es que son “grandes propagadoras” de crisis y pérdidas, como se vio durante la reciente crisis mundial, cuando 18 de esas instituciones de gran tamaño sufrieron la mitad de los 1,8 billones de dólares de pérdidas registradas por los bancos y las compañías de seguros de todo el mundo (FMI 2010a). Además, los 145 bancos que tenían más de 100.000 millones de dólares en activos en 2008 recibieron el 90% del total de ayuda pública prestada a las instituciones financieras durante la crisis que empezó en 2007 (Haldane, 2010). Así pues, la elevadísima concentración del sistema bancario significa que hay una serie de instituciones que son demasiado grandes para quebrar, pues al derrumbarse podrían arrastrar consigo a todo el sistema financiero.

En los países desarrollados y las economías de mercado emergentes, las corrientes de capitales volátiles han sido uno de los factores que más han contribuido al riesgo sistémico, debido a su fuerte impacto en los tipos de cambio y en la estabilidad macroeconómica.

La experiencia ha demostrado que las instituciones financieras de importancia sistémica exacerban el riesgo general, ya que suelen asumir riesgos mucho mayores que los que una institución más pequeña se atrevería a correr. Este comportamiento se basa en la convicción de que los gobiernos no permitirán que se hundan, convicción compartida por las agencias de calificación crediticia. Según se ha observado durante las crisis, hay una diferencia considerable (de hasta cuatro puntos básicos) entre las calificaciones otorgadas a las instituciones

financieras de importancia sistémica consideradas individualmente y las que se les asignan en calidad de posibles receptoras de ayuda pública. En una muestra de bancos de todo el mundo, la subvención anual implícita media, equivalente a la diferencia en el costo de las obligaciones resultante de una mejor calificación, alcanzó casi los 60.000 millones de dólares (FMI, 2010a:5). Se estima que la subvención anual a los 18 mayores bancos de los Estados Unidos es superior a los 34.000 millones de dólares (Baker y McArthur, 2009). Cuando estalla una crisis, las sumas de dinero que se manejan pueden resultar sumamente gravosas para el erario público, especialmente en los países en que el tamaño del sector bancario —y el de los mayores bancos— es muy grande en relación con el PIB.

Así pues, los bancos grandes sobreviven desafiando a la lógica del mercado, aprovechando las enormes ventajas competitivas de que gozan con respecto a los bancos más pequeños. El hecho de que el Estado haya prestado su ayuda a esas instituciones reiteradas veces en tiempos de crisis, en una medida muy superior a la que cualquier otra empresa recibiría, plantea la cuestión de la distribución de los costos y los beneficios. Se trata de una cuestión crucial porque la ayuda estatal a esas instituciones financieras tiene consecuencias duraderas para las finanzas públicas y para el conjunto de la sociedad.

3. Volatilidad de las corrientes de capitales y necesidad de instaurar controles de capitales

Además del contagio, los riesgos sistémicos pueden ir acompañados de perturbaciones macroeconómicas que afectan a todas las instituciones financieras al mismo tiempo, sobre todo a las más grandes. En los últimos decenios, las grandes conmociones de este tipo, especialmente en los países en desarrollo y las economías de mercado emergentes, fueron resultado de comportamientos gregarios en especulaciones cambiarias, que generaron corrientes de capitales enormes y volátiles. Estas corrientes han apartado los tipos de cambio de las variables económicas fundamentales durante muchos años, por lo que los mercados cambiarios, abandonados a sus propios recursos, han distorsionado sistemáticamente los precios

con consecuencias desastrosas para las economías afectadas (*TDR 2009*).

Las variaciones arbitrarias de los tipos de cambio pueden tener grandes incidencias en los balances de los agentes financieros y no financieros debido a los desajustes cambiarios. Por otra parte, los regímenes de tipos de cambio fijos que dan la impresión engañosa de eliminar todos los riesgos cambiarios atraen corrientes de capitales a corto plazo. Estas corrientes, a su vez, suelen generar una acumulación excesiva de pasivos expresados en divisas extranjeras, burbujas financieras y una apreciación del tipo de cambio real que acaban desencadenando crisis. Por esos motivos es más conveniente adoptar un régimen de flotación administrada de los tipos de cambio para prevenir grandes fluctuaciones y mantener el tipo de cambio real en un nivel deseado (véase el capítulo VI).

En un régimen cambiario de flotación administrada, las autoridades financieras y monetarias deberían tener los medios de intervenir en los mercados de divisas. A falta de un prestamista internacional de última instancia y dado que la ayuda del FMI no siempre llega a tiempo y que en todo caso trae aparejadas condicionalidades indeseables, los países han acumulado reservas internacionales para intentar ser autosuficientes en ese aspecto³.

Varios países han intentado también atacar las raíces del problema erigiendo barreras para atajar las corrientes de capitales desestabilizadoras. Por ejemplo, hasta los años ochenta, la mayor parte de las economías europeas aplicaban controles de capitales muy estrictos e incluso los Estados Unidos habían adoptado medidas para desalentar las salidas de capital. De igual manera, Suiza fijó tipos de interés más bajos para las cuentas bancarias a nombre de extranjeros a fin de contrarrestar la presión hacia una revaluación de su moneda que podía generar una burbuja de precios de los activos y tener repercusiones negativas para sus industrias de exportación, incluido el turismo.

En los años noventa, algunos países en desarrollo en vías de integración en el mundo financiero globalizado adoptaron medidas para reducir la inestabilidad de las corrientes de capital. Estas consistieron en desalentar las entradas de capital a corto plazo en vez de levantar barreras para impedir las salidas de capital. Por ejemplo,

Chile y Colombia crearon impuestos y congelaron parte de las entradas de capitales en depósitos no remunerados. Otros países han optado por obstaculizar los movimientos de capitales de una manera más directa. Por ejemplo, Malasia en los años noventa, y la Argentina tras la crisis de 2001-2002, introdujeron medidas destinadas a reducir la rentabilidad de las corrientes a corto plazo y ampliar los plazos para las inversiones extranjeras.

4. **Liberalización de los servicios y regulación prudencial**

Puede haber circunstancias en las que, por motivos macroeconómicos y prudenciales, los controles de capitales sean un componente legítimo de la respuesta de las autoridades a una gran afluencia de capitales externos (Ostry y otros, 2010). El FMI (2011) ha propuesto que se elaboren normas mundiales sobre políticas macroprudenciales, liberalización de las cuentas de capital y suficiencia de las reservas. En virtud de esas normas, los países podrían instaurar controles de capitales, pero solo en determinadas condiciones; por ejemplo, en caso de que las entradas de capital estén causando una sobrevaloración del tipo de cambio, afectando así a la actividad económica, y en caso de que el país ya cuente con reservas de divisas más que suficientes y por lo tanto no necesite seguir alimentando esas reservas con entradas de capital. Además, el FMI sostiene que, como se suele considerar que esos controles siempre tienen un efecto de distorsión, deberían aplicarse solo de forma temporal y no en sustitución de medidas de política macroeconómica como los ajustes fiscales y cambiarios (aun cuando estos son mucho más difíciles de controlar cuando hay corrientes de capitales móviles). En cualquier caso, solo se consideran aceptables los controles de las entradas de capital, mientras que los controles de las salidas de capital siguen estando muy mal vistos. (FMI, 2011).

De hecho, la posibilidad de instaurar controles de capitales ya estaba garantizada en el artículo VI, sección 3, del Convenio Constitutivo del FMI: “los países miembros podrán ejercer los controles que consideren necesarios para regular los movimientos

internacionales de capital...”. Así pues, lo que muchos han interpretado como un abandono por parte del Fondo de su tradicional oposición a los controles de capitales, en realidad es un intento de permitir que los países miembros establezcan esos controles solo en determinadas condiciones. Sin embargo, si se aceptan solo a título excepcional, como medidas de última instancia cuando la economía ya se encuentra en dificultades, los controles de capitales no servirán para la regulación macroprudencial, que es precisamente para lo que están concebidos.

Además, la adopción de controles de capitales, así como de otras reformas financieras, puede estar considerablemente restringida, cuando no prohibida, por los acuerdos internacionales bilaterales o multilaterales recientemente concertados por los países o en fase de negociación. El Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (AGCS) de la Organización Mundial del Comercio (OMC), muchos acuerdos comerciales bilaterales y tratados bilaterales de inversión (TBI) comprenden disposiciones relativas a pagos, transferencias y servicios financieros que pueden restringir considerablemente la aplicación no solo de los controles de capitales, sino también de otras medidas destinadas a volver a regular o reestructurar los sistemas financieros. Además, cualquier acto que pueda interpretarse como un incumplimiento de las obligaciones o compromisos específicos derivados del AGCS podría dar lugar a la imposición de sanciones comerciales. El análisis siguiente se centra específicamente en el AGCS⁴, aunque muchas de las cuestiones que se plantean también se aplican a la mayoría de los TBI en lo que respecta a sus cláusulas sobre pagos y transferencias.

En el AGCS, algunas disposiciones parecen prohibir, o al menos restringir estrictamente, la utilización de controles de capitales por los países signatarios del acuerdo. Entre sus obligaciones generales y disciplinas, un artículo específico sobre pagos y transferencias (art. XI) establece que, a no ser que puedan aducirse graves dificultades de balanza de pagos, no se permite ninguna restricción a los pagos y transferencias internacionales referentes a compromisos específicos contraídos

Los controles de capitales son un instrumento legítimo de regulación macroprudencial.

por un país. Además, en el artículo XVI (Acceso a los mercados), en la parte titulada “Compromisos específicos”, se dispone que, una vez que se ha contraído un compromiso de acceso a los mercados para determinado tipo de servicios, los movimientos de capital que forman parte esencial de la prestación de esos servicios o están relacionados con ella, deben permitirse pues forman parte del compromiso.

Otras disposiciones en cambio parecen auto-rizar la aplicación de esos controles. En particular, el párrafo relativo a la reglamentación nacional del anexo sobre servicios financieros dice que “no se impedirá que un Miembro adopte medidas por motivos cautelares”. Esta aparente contradicción abre la puerta a diferentes interpretaciones, lo cual crea dudas en cuanto a la forma en que la OMC aplicará esas normas, llegado el caso. Por consiguiente, podría ser necesario aclarar la formulación de ciertas frases que no han sido puestas a prueba por los paneles de solución de controversias. Por ejemplo, no está claro el significado de “cautelares”. Desde un punto de vista, las restricciones a las entradas y las salidas de capitales son, sin lugar a dudas, de carácter macroprudencial, pero muchos gobiernos e instituciones, así como estudiosos muy versados en el AGCS, han sostenido que solo medidas como las adoptadas en virtud de los acuerdos de Basilea podrían ser consideradas “prudenciales”, lo cual excluiría a los controles de capitales (Wallach y Tucker, 2010). Más adelante, tras esta concesión a la autonomía nacional, se afirma que “cuando esas medidas no sean conformes a las disposiciones del Acuerdo, no se utilizarán como medio de eludir los compromisos u obligaciones contraídos por el Miembro en el marco del Acuerdo”. De ese modo, si los países ya han se han comprometido a permitir cierto tipo de actividades financieras de instituciones financieras extranjeras, no pueden imponer ninguna norma prudencial contraria a dichos compromisos, aun cuando sea necesaria para la estabilidad y viabilidad del sistema.

La liberalización de los servicios mediante los compromisos asumidos en virtud del AGCS podría obstaculizar una nueva regulación del sistema financiero.

También podría haber diferentes interpretaciones acerca de la posibilidad de aplicar los controles de capitales explícitamente permitidos en el Convenio Constitutivo del FMI. El artículo XI del AGCS dice lo siguiente: “Ninguna disposición del presente Acuerdo afectará a los derechos y obligaciones que corresponden a los miembros del Fondo Monetario Internacional en virtud del Convenio Constitutivo del mismo”. Por lo tanto, en principio, los países podrían invocar el artículo VI, sección 3, del Convenio Constitutivo del Fondo para instaurar controles de capitales. Ahora bien, el mismo artículo XI del AGCS especifica que “ningún Miembro impondrá restricciones a las transacciones de capital de manera incompatible con los compromisos específicos por él contraídos con respecto a esas transacciones, excepto al amparo del artículo XII [es decir, en caso de graves dificultades de balanza de pagos] o a solicitud del Fondo”. Por consiguiente, por una parte, en calidad de miembro del FMI, un país es libre de instaurar controles de capitales pero, por otra, de conformidad con el AGCS, tan solo puede recurrir a esa medida siempre que no sea incompatible con los compromisos que haya contraído en virtud del AGCS o si se enfrenta a una crisis de la balanza de pagos (Siegel, 2002).

El AGCS también podría obstaculizar la adopción de otras medidas reguladoras propuestas por varios países. Por ejemplo, la Comisión Europea se ha percatado de que el impuesto sobre las transacciones financieras del que eran partidarios muchos de sus países miembros podía ser visto como una restricción indirecta de las transferencias y los pagos si hacía aumentar el costo de las transacciones, en cuyo caso infringiría el artículo XI del AGCS, puesto que la UE había contraído compromisos relativos a las transacciones financieras incluso con terceros países (Tucker, 2010). Además, incluso la separación entre banca comercial y banca de inversión, que muchos consideran esencial para hacer frente al riesgo financiero sistémico, podría interpretarse como una infracción del artículo XVI, relativo al acceso a los mercados, que, como se señaló anteriormente, restringe las limitaciones que se pueden imponer al carácter de las instituciones. Las normas del AGCS sobre

el acceso a los mercados prohíben las políticas públicas que limiten el tamaño o el número total de proveedores de servicios financieros en los “sectores cubiertos” (es decir, aquellos en que se han contraído compromisos de liberalización). Así pues, si los países ya se han comprometido a llevar adelante cierto tipo de desregulación, no pueden volver atrás fácilmente, incluso cuando se trata de asuntos esenciales como el tamaño de los bancos. Con arreglo a las mismas reglas, puede ocurrir que un país no pueda prohibir un servicio financiero de alto riesgo en un determinado sector (es decir, banca, seguros u otros servicios financieros) una vez que ha asumido compromisos en virtud de las normas del AGCS⁵.

La situación es incluso más difícil para los 33 países que en 1999 suscribieron además el “Entendimiento relativo a los compromisos en materia de servicios financieros”, según el cual “las condiciones, limitaciones y salvedades a los compromisos que se indican *infra* estarán circunscritas a las medidas no conformes existentes”. Entre estos países están casi todos los miembros de la OCDE y algunos países en desarrollo como Nigeria, Sri Lanka y Turquía. En el Entendimiento se establecen otros compromisos relativos a la

desregulación, especificándose que la liberalización financiera se aborda “desde arriba”, lo cual significa que un sector queda, por defecto, íntegramente cubierto por todas las obligaciones y limitaciones resultantes del AGCS, a no ser que el país de que se trate prevea límites expresos a esas obligaciones y limitaciones. De este modo se impide efectivamente cualquier ulterior regulación financiera del tipo que sea. Y no hay posibilidad de imponer ningún tipo de prohibición a productos financieros específicos que se consideren demasiado arriesgados, como algunos derivados, porque cada signatario del Entendimiento se ha comprometido a “permitir a los proveedores de servicios financieros de cualquier otro Miembro establecidos en su territorio ofrecer en este cualquier servicio financiero nuevo”.

En resumen, el marco multilateral del AGCS para el comercio de servicios (incluidos los servicios financieros) se negoció en una época en que la mayor parte de los países estaban convencidos de que la desregulación financiera era la mejor manera de lograr el desarrollo y la estabilidad financieros. Sin embargo, a raíz de la crisis, muchos países son ahora partidarios de volver a regular el sector, pero los compromisos contraídos en virtud del AGCS tal vez no se lo permitan.

D. El programa inconcluso de reformas y algunas recomendaciones normativas

Las propuestas de reformas financieras han proliferado con la crisis. A nivel internacional, con el fin de reforzar los órganos existentes en este ámbito, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y el Consejo de Estabilidad Financiera (antes Foro sobre Estabilidad Financiera) invitaron a todos los países del G-20 a hacerse miembros de ellos. Tras un ambicioso examen de los marcos normativos,

propusieron, con carácter provisional, algunos cambios en 2009-2011.

Además, algunos países, en particular los Estados Unidos, redactaron una nueva legislación de reforma financiera y en el Reino Unido y a nivel de la UE se propusieron algunos cambios que se introdujeron en parte. Sin embargo, a pesar de las

ambiciosas intenciones iniciales de reforma, hasta la fecha los pronunciamientos oficiales se han centrado únicamente en volver a regular el sector reforzando algunas de las normas existentes o incorporando algunos elementos que faltaban. A diferencia de las propuestas hechas tras la crisis de los años treinta, las iniciativas recientes apenas contemplan una reestructuración fundamental del sistema financiero.

En la presente sección se analizan las limitaciones de las iniciativas para volver a regular el sector financiero y se aboga por una reestructuración más profunda del sistema financiero a fin de contener su propensión intrínseca a las crisis. En este contexto, se propone diversificar el marco institucional, otorgando un papel más importante a los bancos públicos, regionales y comunitarios y separando las actividades de los bancos de inversión y los bancos comerciales.

1. *El regreso a la regulación y el riesgo endógeno*

Los reglamentos financieros basados en los acuerdos de Basilea I y Basilea II ponían el acento en la regulación microprudencial. No reconocían los riesgos resultantes del sistema bancario paralelo y las operaciones de arbitraje regulador que se realizaban en ese sistema e ignoraban por completo los riesgos endógenos y sistémicos. La crisis mundial puso de manifiesto que era preciso que las autoridades reguladoras multinacionales y nacionales examinaran esas cuestiones.

La crisis demostró que el volumen de transacciones realizadas en el sistema bancario paralelo excedía el del sector bancario convencional y que algunos componentes del sistema (por ejemplo los fondos de inversión en el mercado monetario) estaban desempeñando la misma función que los bancos pero sin estar sujetos a prácticamente ninguno de sus reglamentos, lo cual no fue óbice para que en el peor momento de la crisis tuvieran que ser rescatados por los bancos centrales. De ese modo, en lo que a esas instituciones se refiere, el “contrato” entre los intermediarios financieros y el prestamista de última

instancia se hizo de hecho unilateral. Ha habido variadas propuestas para subsanar esta anomalía, como la de integrar varios componentes del sistema paralelo en el “contrato social”. Entre estos, los candidatos mencionados con más frecuencia son los fondos mutuos de inversión en el mercado monetario, pero también el mercado de valores respaldados por activos financiado con repos, en el que se realizan operaciones de estructuración de plazos de vencimiento de gran envergadura y riesgo. Otra prioridad es la necesidad de delimitar al máximo el sistema bancario comercial para protegerlo de lo que podría quedar del sistema no regulado. A tal efecto, y para comprender mejor cómo funciona el sistema paralelo, se ha estimado necesario obtener más información sobre sus operaciones (Tucker, 2010; Ricks, 2010; Adrian y Shin, 2009).

En cumplimiento del mandato que le impartió el G-20 en la cumbre celebrada en Seúl en noviembre de 2010, el Consejo de Estabilidad Financiera creó un equipo de trabajo sobre el sistema bancario paralelo que debía presentar sus propuestas a mediados de 2011 a más tardar. Mientras tanto, el Consejo de Estabilidad Financiera ha producido una nota de antecedentes con algunas propuestas iniciales para hacer frente al riesgo sistémico y el arbitraje regulador. Las propuestas se dividen en cuatro categorías: i) regulación indirecta por medio del sector regulado y sus conexiones con el sector no regulado; ii) regulación directa de las entidades del sistema bancario paralelo; iii) regulación de las actividades, los mercados y los instrumentos, en vez de regular a las entidades; y iv) medidas macroprudenciales para reducir los riesgos de contagio (Consejo de Estabilidad Financiera, 2011).

El Comité de Basilea está estudiando ahora medidas cautelares relacionadas con la dimensión sistémica del riesgo, en particular los problemas del efecto procíclico y de las instituciones “demasiado grandes para quebrar”.

Aunque el Comité de Basilea sigue centrado sobre todo en la regulación microprudencial, también está considerando medidas cautelares relacionadas con la dimensión sistémica del riesgo. Por ejemplo, ha introducido coeficientes de garantía más elevados para la cartera de negociación, los derivados y las titulizaciones complejas. Además, se ofrecen algunos incentivos al uso de entidades de contrapartida central para las operaciones con

derivados extrabursátiles y se imponen nuevas exigencias de liquidez para contener la financiación mayorista. Así pues, hasta cierto punto se ha hecho frente a los riesgos derivados de exposiciones individuales pero con consecuencias sistémicas (FMI, 2010b; Banco de Pagos Internacionales, 2011). Asimismo, en el acuerdo de Basilea III se tendrá en cuenta la dimensión temporal del riesgo endógeno —su carácter procíclico— previendo reservas de capital anticíclicas. Sin embargo, esas reservas podrían resultar insuficientes para evitar un aumento excesivo del crédito y deberían complementarse con reglas más directas. Shin (2010) propone que se fijen límites al pasivo, en particular al pasivo no correspondiente a depósitos, canal por el cual se ha financiado el crecimiento excesivo del crédito. Además, propone que se fije un tope máximo de apalancamiento, y que el capital se convierta en un límite al exceso de préstamos en vez de ser un instrumento de absorción de las pérdidas en situación de crisis.

Con respecto a la cuestión de las instituciones financieras de importancia sistémica, los órganos internacionales se han concentrado en mejorar la regulación y la supervisión (más que en la reestructuración) y en examinar un procedimiento resolutivo especial en caso de crisis que no signifique una carga para el erario público ni cause perturbaciones en el resto del sistema. Un marco normativo para las instituciones financieras de importancia sistémica las dotaría de mayor capacidad de absorción de las pérdidas, reforzaría la infraestructura financiera para reducir el riesgo de contagio y las sometería a una supervisión más estricta. Una mayor capacidad de absorber pérdidas —o limitar su expansión— podría lograrse fijando coeficientes de garantía más altos para las instituciones financieras de importancia sistémica que para otras instituciones, como propuso recientemente el Comité de Basilea. Para aumentar la resiliencia de las instituciones, el Consejo de Estabilidad Financiera también ha propuesto una serie de alternativas, como por ejemplo instrumentos de capital contingente. En lo que se refiere a las mejoras de la infraestructura, el Consejo de Estabilidad Financiera recomienda que se normalicen los derivados y que se negocien en bolsas o plataformas electrónicas y sean compensados en entidades de contrapartida central. Además, con respecto a las instituciones financieras de importancia sistémica a nivel mundial, se ha propuesto establecer organismos

internacionales colegiados de supervisión y fomentar la negociación y la cooperación internacional en materia de mecanismos de resolución de crisis (Consejo de Estabilidad Financiera, 2010).

A nivel nacional, en los Estados Unidos la Ley Dodd-Frank de reforma de Wall Street y protección del consumidor es señal de que se ha avanzado algo en la forma de afrontar la cuestión de las instituciones financieras de importancia sistémica. Según dicha ley, todas las instituciones con activos por valor de más de 50.000 millones de dólares son consideradas automáticamente de importancia sistémica. Tienen que registrarse ante la Reserva Federal en un plazo de 180 días y están sujetas a una mayor supervisión y normas prudenciales. La calificación de una institución como de importancia sistémica también puede ser decisión del Consejo de Supervisión del Sistema Financiero establecido por esta ley. Además, los reguladores están facultados para obligar a dichas instituciones a vender los segmentos de sus actividades que a juicio de los reguladores contribuyan a exacerbar el riesgo sistémico. No se permitirán fusiones ni absorciones que dejen en manos de una sola institución más del 10% del pasivo total del sistema; no obstante, no se impedirá que una institución exceda ese límite si eso es resultado de su propio crecimiento. Asimismo se pide a las instituciones financieras de importancia sistémica que presenten y actualicen constantemente su propio régimen de resolución de crisis y que mantengan a los reguladores informados al respecto. La Corporación Federal de Garantía de Depósitos será responsable de toda institución financiera de importancia sistémica que quiebre. Además de los procedimientos normales de quiebra, la Corporación tendrá la facultad de asumir el control de la institución, vender sus activos e imponer pérdidas a los accionistas y los acreedores comunes y el sector en su conjunto tendrá que sufragar los costos del procedimiento.

En el Reino Unido, a diferencia de lo que todo el mundo esperaba, la Comisión Independiente de Asuntos Bancarios (ICB) —la Comisión Vickers— no recomendó el desmembramiento de las grandes instituciones. En cambio, en su informe provisional recomienda que las instituciones que tengan previsto operar en el mercado bancario minorista establezcan una empresa subsidiaria con un mayor coeficiente de garantía: el 10% en vez del 7% fijado por la norma general (ICB, 2011). Por otra parte, habrá mayor

competencia en el mercado minorista. Esto implica que el Lloyds Bank, que controla el 85% del negocio, tendrá que prescindir de más de las 600 oficinas que ya había previsto eliminar. En general, el informe de la Comisión tiende más a cambiar la estructura del sector que a reforzar la regulación de la estructura existente.

En realidad, las soluciones al problema de las instituciones “demasiado grandes para quebrar” deberían ir más allá de la imposición de un mayor coeficiente de garantía o la intensificación de la supervisión recomendada en los foros internacionales. Por ejemplo, en los Estados Unidos, las cinco instituciones financieras más grandes sujetas a las normas de Basilea que quebraron o se vieron obligadas a aceptar fusiones apoyadas por el Estado tenían coeficientes obligatorios de capital de entre el 12,3% y el 16,1% antes de que las cerraran. Esas cifras están muy por encima de las exigidas (Goldstein y Véron, 2011). Por consiguiente, es necesario, pero no suficiente, exigir coeficientes de garantía más altos y fijar normas sobre liquidez.

Las limitaciones inherentes a la imposición de coeficientes de garantía más elevados pueden superarse mediante cuatro instrumentos normativos. El primero, previsto en la Ley Dodd-Frank, es la exigencia de que las instituciones financieras produzcan su propio plan de liquidación si no hay un procedimiento razonable previsto para reducir su tamaño o racionalizar su estructura. El segundo instrumento — también incluido en la Ley Dodd-Frank— consistiría en establecer un organismo con facultades especiales de intervención para evitar procedimientos de quiebra que son demasiado lentos y no tienen en cuenta las externalidades; dicho organismo debería poder intervenir antes de la declaración de insolvencia. El tercer instrumento consistiría en imponer una estricta disciplina de mercado apartando a los accionistas y a los directivos, liquidando las deudas con los acreedores en un valor justo estimado (y no en su valor nominal) y prohibiendo que la institución remanente fuese adquirida por una institución más grande. Por último, el cuarto instrumento consistiría en limitar el tamaño de las instituciones, en términos absolutos

o en porcentaje del PIB. La evidencia disponible habla a favor de esos toques pues demuestra que más allá de los 100.000 millones de dólares de activos ya no se hacen economías de escala (Goldstein y Véron, 2011). Asimismo, se propone aumentar el capital emitiendo deuda destinada a absorber las pérdidas (*bail-in*) que se convertiría automáticamente en capital en tiempos de crisis.

2. Más allá de una nueva regulación: hacia una reestructuración del sistema bancario

La última crisis mundial ha puesto en evidencia el problema de las externalidades negativas en los mercados financieros, originadas sobre todo en las actividades de los grandes bancos, que generaron costos ingentes para los Estados y la economía en general. La respuesta a este problema ha consistido casi exclusivamente en reforzar la regulación para forzar a los bancos a que incrementen su capital y su liquidez y, en el caso de las instituciones financieras de importancia sistémica, en imponer posiblemente toda una serie de exigencias suplementarias. Ahora bien, además de una mejor regulación, es preciso dotar al sector financiero de una nueva estructura que no solo reduzca los riesgos sistémicos, sino que también aumente la utilidad económica y social del sector.

Una propuesta de reforma se articula en torno a tres aspectos: modularidad, solidez e incentivos. La modularidad permitiría que cada componente del sistema operara independientemente del resto. En lo que respecta a la solidez, la regulación debería ser simple y seguir una estrategia que minimizara la

probabilidad de que se confirmara la previsión más pesimista, centrándose más en el sistema en sí que en los comportamientos internos. En cuanto a los incentivos, el carácter endógeno de los riesgos es un serio problema para los reguladores, que se podría resolver introduciendo cambios drásticos en la estructura de las instituciones financieras y reduciendo su tamaño (Haldane, 2010).

Además de una mejor regulación, es preciso reestructurar el sector financiero para reducir el riesgo de crisis sistémicas y aumentar su utilidad económica y social.

Por consiguiente, una manera posible de reestructurar el sector bancario consistiría en fomentar un conjunto diversificado de instituciones bancarias, velando por que estén al servicio del crecimiento y de la igualdad. Una serie de instituciones diversas, que protegerían al sistema de los caprichos de los mercados financieros internacionales, junto con una simplificación de la regulación, crearían un sistema bancario más estable. Además, para lograr un desarrollo incluyente, sería preciso que participasen toda una serie de instituciones diversas y que los bancos centrales tuvieran una función diferente. Los bancos centrales no solo deben centrarse en la lucha contra la inflación; también deberían poder intervenir en la concesión de créditos, como fue el caso en muchos países europeos durante más de un siglo (Gerschenkron, 1962). Se debería reestructurar el sistema actual de bancos privados para establecer una separación clara entre los que reciben depósitos y los que se dedican a actividades bancarias de inversión, incorporando al sector regulado muchas de las actividades legítimas que ahora realiza el sistema bancario paralelo. En este contexto, los bancos de propiedad pública desempeñarían un papel más importante, no solo para fines de desarrollo, sino también como elementos de diversidad y estabilidad. Además, una combinación de servicios de ahorro postal y bancos comunitarios, parecidos a las cajas de ahorro locales de algunas partes de Europa, también podrían asumir un papel más importante en el funcionamiento del sector financiero. El resultado de todo esto sería un sistema bancario mucho más diversificado, que atendería mejor a las necesidades del crecimiento y de las pequeñas comunidades, como recomiendan Minsky y otros (1993).

3. Necesidad de un sector bancario más equilibrado: bancos públicos y cooperativos

La crisis financiera y económica actual, que se originó en las instituciones financieras privadas, ha restado credibilidad a muchos de los argumentos reiterados a lo largo de los últimos decenios contra los bancos de propiedad pública. En Europa y

los Estados Unidos, los grandes bancos privados han recibido subsidios porque se creía que eran demasiado grandes para quebrar. De hecho, cuando estalló la crisis, los grandes bancos solo lograron sobrevivir gracias a los fondos y garantías públicos que recibieron. Mientras que durante el período de auge las instituciones privadas y algunos particulares obtuvieron importantes ganancias y bonificaciones, durante la recesión los gobiernos —o los contribuyentes— tuvieron que asumir los costos.

La crítica de que solo los bancos de propiedad estatal tienen la ventaja de poder acceder a recursos públicos ya no es válida. En general, las autoridades tienen pleno control de las operaciones de los bancos públicos tanto en las fases de auge como en las de recesión, mientras que los bancos privados preservan su propia gestión y el control de sus operaciones y siguen distribuyendo espléndidas bonificaciones a sus directivos, incluso cuando se han beneficiado de grandes rescates de parte del Estado. Por consiguiente, el argumento de que los bancos de propiedad estatal son “máquinas de perder dinero” (Calomiris, 2011) se aplica mejor a los grandes bancos privados. En cuanto a la diferencia de eficiencia entre los bancos públicos y privados, la crisis puso de manifiesto que ni los bancos privados más grandes habían logrado reunir y evaluar información sobre los prestatarios ni calcular los riesgos que entrañaba el crédito. Esta última función se delegó en las agencias de calificación.

Recientemente se han destacado tres aspectos positivos de los bancos de propiedad estatal. El primero es la resiliencia que han demostrado en un contexto de crisis y cómo han contribuido a compensar la contracción del crédito generada por la crisis. Un segundo aspecto positivo es que apoyan actividades que generan beneficios sociales mucho mejores que los bancos privados y dan un acceso más amplio a los servicios financieros. Por último, también pueden ayudar a promover la competencia en situaciones de oligopolio de las estructuras bancarias privadas (Allen, 2011).

Un sistema bancario más equilibrado y diversificado, que incluya a los bancos públicos y cooperativos, fomentará el crecimiento y la igualdad con mayor estabilidad y eficacia.

Desde el punto de vista de la regulación, las asimetrías de la información podrían superarse si las autoridades tuvieran acceso total a información que actualmente es considerada a menudo confidencial por los bancos privados. Además, se ha aducido que “si las ganancias de los bancos privados son considerablemente mayores que las de los bancos públicos, eso puede ser una señal de alerta [para los reguladores] de que están asumiendo riesgos excesivos o aprovechándose de su poder de monopolio” (Allen, 2011).

A pesar de las privatizaciones a gran escala realizadas en los años noventa, los bancos de propiedad pública siguen desempeñando un papel importante en el sistema bancario de muchos países en desarrollo. En 2003, esos bancos poseían el 80% del total de los activos en el Asia Meridional, más del 30% en las economías en transición, más del 20% en África y un poco menos del 20% en América Latina. Esas cifras no reflejaban las variaciones dentro de cada región. En la Argentina y el Brasil, por ejemplo, casi un tercio de los activos de los bancos correspondían a bancos de propiedad estatal (Clarke, Cull y Shirley, 2004).

En determinadas circunstancias, los bancos cooperativos y de desarrollo comunitario podrían ser también un componente importante de la reestructuración del sector bancario. En la crisis financiera mundial, algunas cajas de ahorro pequeñas, como las Sparkassen alemanas, no se vieron obligadas a recabar apoyo del banco central o del tesoro. Además, esas instituciones pueden atender mejor a las pequeñas empresas y a otros agentes que normalmente no tienen acceso al crédito bancario.

4. Construir un cortafuegos entre la banca comercial y la banca de inversión

Si además de reforzar los bancos públicos, se reestructuraran los bancos privados, se crearía un sector bancario más equilibrado. Como ya se dijo, la pérdida de diversidad del sistema bancario ha sido uno de los principales factores determinantes de la última crisis. Los órganos reguladores son en parte

responsables de ello, más concretamente el Comité de Basilea en su desacertado intento de “establecer las condiciones iguales” tanto dentro como fuera de las fronteras de los países.

Al derrumbarse las barreras entre las diferentes instituciones, los bancos de depósito empezaron a participar en actividades bancarias de inversión, lo que los hizo más frágiles y los dejó expuestos al contagio. Puesto que esos bancos desempeñan un papel esencial en el sistema de pagos, su mayor exposición al riesgo sistémico podía tener consecuencias más negativas para toda la economía. Este problema podía abordarse de dos maneras. Una posibilidad consistía en separar los sistemas de depósitos y pagos de las operaciones de la banca de inversión, como se hizo en los Estados Unidos mediante la Ley Glass-Steagall de 1933. En otras palabras, no se debía permitir que los bancos comerciales jugaran con el dinero ajeno. Otra posibilidad, más ambiciosa aún, consistía en dismantelar las grandes instituciones, para superar el problema de que fueran demasiado grandes para

quebrar o incluso “demasiado poderosas para ser reguladas”, para retomar la expresión acuñada por Reddy (2011:10).

Hay muchas formas posibles de separar a las instituciones receptoras de depósitos de los bancos de inversión. Algunos auto-res son partidarios de la “banca restringida” (de Grauwe, 2008), sistema

en el que las instituciones financieras estarían obligadas a elegir entre ser bancos comerciales o bancos de inversión. Se permitiría a los primeros recibir depósitos de los ciudadanos y de otros bancos comerciales y colocar sus fondos en préstamos con plazos de vencimiento más largos que figurarían en sus balances. Estos bancos tendrían acceso a una ventanilla de descuento en el banco central, a los servicios del prestamista de última instancia y a la garantía de los depósitos. Sin embargo, sus actividades estarían también sujetas a una regulación y supervisión estrictas. Por otra parte, se exigiría de los bancos de inversión que evitaran los desajustes en los vencimientos y por lo tanto no podrían comprar activos ilíquidos financiados por líneas de crédito a corto plazo de los bancos comerciales.

Para reducir el riesgo de contagio, es preciso que haya una separación clara entre los bancos privados que reciben depósitos y los que se dedican a la inversión.

Una propuesta reciente que otorgaría mayor flexibilidad a los bancos comerciales se basa en la noción de “actividades permisibles”, según criterios que también establecen una separación entre los bancos comerciales y los bancos de inversión. De ese modo, se permitiría que las instituciones receptoras de depósitos suscribieran valores y prestaran asesoramiento en materia de fusiones y adquisiciones, así como en la gestión de activos. Sin embargo, no se les permitiría operar en bolsa ni realizar operaciones con derivados y valores, ni por cuenta propia ni en nombre de sus clientes. Tampoco se les permitiría conceder préstamos a otras instituciones financieras ni patrocinar fondos

de cobertura ni fondos de capital riesgo (Hoenig y Morris, 2011). La separación de las dos actividades también podría servir para reducir el tamaño de las instituciones y por lo tanto respondería al problema de las instituciones demasiado grandes para quebrar. En este sentido, el Gobernador del Banco de Inglaterra ha propuesto que se dividan los bancos en empresas de servicios públicos y empresas de mayor riesgo, aduciendo que es “ilusorio” pensar que una regulación más estricta sería suficiente para prevenir futuras crisis financieras (Sorkin, 2010).

- 1 Un ejemplo de la incapacidad de esos modelos para evaluar el riesgo de una crisis financiera fue el hecho

Notas

de que en 2007, se produjeran acontecimientos que superaban una desviación estándar de 25 movimientos durante varios días consecutivos. Como lo explicaron Haldane y Alessandri (2009), partiendo del supuesto de una distribución normal de los acontecimientos, cabía prever que se produjera una desviación mucho más pequeña, de 7,26 movimientos, una vez cada 13.700 millones de años, es decir la edad del universo, aproximadamente.

- 2 Véase Consejo de Estabilidad Financiera, 2010 y 2011. La expresión utilizada por el FMI (2010a) es “instituciones financieras grandes y complejas”.
- 3 Además, los bancos centrales de algunos países han establecido líneas *swap* con la Reserva Federal de los Estados Unidos y/o el Banco Nacional de Suiza para atender las necesidades de divisas extranjeras de sus bancos nacionales resultantes de sus obligaciones o de las de sus clientes.
- 4 Sin embargo, todavía no queda del todo claro si las normas del AGCS imponen restricciones a las políticas de regulación, cuestión que podría prestarse a diversas interpretaciones. El artículo 1, párrafo 3, inciso b), del Acuerdo excluye “los servicios suministrados en ejercicio de facultades gubernamentales” de la definición de servicios y, por ende, de las obligaciones derivadas del

Acuerdo, incluidas las actividades realizadas por un banco central o una autoridad monetaria. Pero, como sostiene Tucker (2010), no todas las medidas adoptadas por esas autoridades quedarían excluidas del ámbito de aplicación del AGCS, sino solo aquellas que estén directamente relacionadas con la gestión monetaria o cambiaria.

- 5 La jurisprudencia pertinente da alguna indicación de la forma en que esas normas podrían interpretarse en el futuro. Un tribunal de la OMC ya ha sentado un precedente de aplicación estricta de esta norma en su fallo sobre la proscripción de los juegos de azar por Internet en los Estados Unidos —por la que se prohibía a empresas tanto estadounidenses como extranjeras ofrecer juegos de azar en línea a consumidores de los Estados Unidos. Se determinó que la prohibición equivalía a un “contingente nulo” y que por lo tanto era contrario a las exigencias del AGCS en materia de acceso a los mercados. Este fallo se dictó aun cuando el Gobierno de los Estados Unidos adujo que los juegos de azar por Internet no existían cuando se contrajo el compromiso inicial y que por lo tanto no podían haberse excluido formalmente de la lista de compromisos.

Bibliografía

- Adrian, T. y Shin, H. S. (2009). The shadow banking system: implications for financial regulation, Staff Reports 382. Federal Reserve Bank of New York. July.
- Allen, F. (2011). The AAF Virtual Debates: Franklin Allen on State-owned banks. World Bank, 2 February. Available at: <http://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/the-aaf-virtual-debates-franklin-allen-on-state-owned-banks>.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of Money Market*. London, Henry S. King and Co.
- Baker, D. y McArthur, T. (2009). The value of the Too Big to Fail Big Bank Subsidy, Issue Brief, Center for Economic Policy Research, Washington, DC, September.
- Banco de Inglaterra (Bank of England) (2007). *Financial Stability Report*, Issue 21, April.
- Banco de Pagos Internacionales (2008). *Annual Report*. Basel, June.
- Banco de Pagos Internacionales (2009). *Annual Report*. Basel, June.
- Banco de Pagos Internacionales (2011). *Annual Report*. Basel, June.
- Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, D. y Martínez-Pería, M. S. (2001). Is the crisis problem growing more severe? *Economic Policy*, 16(32): 51-82, April.
- Buiter, W. (2009). Regulating the New Financial Sector, 9 March. Available at: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3232>.
- Calomiris, C. (2011). The AAF Virtual Debates: Charles Calomiris on State-owned banks. World Bank, 2 February. Available at: <http://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/the-aaf-virtual-debates-charles-calomiris-on-state-owned-banks>.
- Clarke, G., Cull, R. y Shirley, M. (2004). *Empirical Studies of Bank Privatization: An Overview*. Washington, DC, World Bank, November. Available at: <http://info.worldbank.org/etools/docs/library/156393/stateowned2004/pdf/cull.doc>.
- Consejo de Estabilidad Financiera (2010). Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions; FSB recommendations and time lines, 20 October. Available at: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101111a.pdf.
- Consejo de Estabilidad Financiera (2011). Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability, Report of the Financial Stability Board to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 10 April. Available at: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110415a.pdf.
- Danielsson, J. (2002). The emperor has no clothes: Limits to risk modelling. *Journal of Banking & Finance*, 26: 1273-1296, July.
- Danielsson, J. (2008). Blame the models, *Voxeu.org*, 8 May. Available at: <http://www.voxeu.com/index.php?q=node/1118>.
- Danielsson, J. y Shin, H. S. (2002). Endogenous Risk, 21 September. Available at: <http://www.ucd.ie/t4cms/DANIELSSON.pdf>.
- Danielsson, J., Embrechts, P., Goodhart, C., Keating, C., Muennich, F., Renault, O. y Shin, H. S. (2001). An academic response to Basel II. Financial Markets Group Special Paper N° 130, LSE Financial Markets Group and Economic & Social Research Council, London, May.
- de Grauwe, P. (2007). The hard task of pricing liquidity risk. *EconoMonitor*, 17 December. Available at: <http://www.economonitor.com/blog/2007/12/the-hard-task-of-pricing-liquidity-risk/>.
- de Grauwe, P. (2008). Returning to narrow banking. *Archive of European Integration*. Brussels, Centre for European Policy Studies, 14 November.
- Demirgüç-Kunt, A. y Huizinga, H. (2011). Do we need big banks? 18 March. Available at: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6241>.
- Epstein, G. (2005). Introduction. In: Epstein, G., ed., *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, Edward Elgar, United Kingdom.
- FMI (2010a). Impact of regulatory reforms on large and complex financial institutions. IMF Staff Position Note SPN/10/16. Washington, DC, 3 November.

- FMI (2010b). IMF-FSB Early Warning Exercise. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/090110.pdf>.
- FMI (2011). Recent experiences in managing capital inflows: Cross-cutting themes and possible policy framework. Washington, DC, 14 February. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>.
- Gerschenkron, A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective – A Book of Essays*. Cambridge, MA, Belknap Press of Harvard University Press.
- Goldstein, M. y Véron, N. (2011). Too big to fail: The transatlantic debate. Working Paper 11-2, Peterson Institute for International Economics, January.
- Haldane, A. G. (2010). The \$100 billion question. Bank of England, March. Available at: <http://www.bis.org/review/r100406d.pdf>.
- Haldane, A. G. y Alessandri, P. G. (2009). Banking on the State. Paper presented at the Federal Reserve Bank of Chicago Twelfth Annual International Banking Conference on The International Financial Crisis: Have the Rules of Finance Changed? Chicago, 25 September. Available at: <http://www.bis.org/review/r091111e.pdf>.
- Hoenig, T. y Morris, C. (2011). Restructuring the banking system to improve safety and soundness. Federal Reserve Bank of Kansas, May. Available at: <http://www.kansascityfed.org/publicat/speeches/Restructuring-the-Banking-System-05-24-11.pdf>.
- ICB (Independent Commission on Banking) (2011). Interim report: Consultation on reform options, April. Available at: <http://media.ft.com/cms/bbf38fe0-640d-11e0-b171-00144feab49a.pdf>.
- McCulley, P. (2007). Teton reflections, PIMCO Global Central Bank Focus. Available at: http://easysite.commonwealth.com/EasySites/EasySite_Z3263Y/_uploads/Teton%20Reflections.pdf.
- Minsky, H. P. (1975). *John Maynard Keynes*. New York, Columbia University Press.
- Minsky, H. P., Papadimitriou, D. B., Philips, R. J. y Wray, L. R. (1993). Community development banking: A proposal to establish a nationwide system of community development banks. Public Policy Brief N° 3, Levy Economics Institute at Bard College, Annandale-on-Hudson, NY, January.
- Morris, S. y Shin, H. S. (2003). Liquidity black holes. Cowles Foundation Discussion Paper N° 1434, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, New Haven, CT, September.
- Organización Mundial del Comercio (2010). Financial services, Background Note from the Secretariat, S/C/W/312, S/FIN/W/73. Available at: http://www.fiw.ac.at/uploads/media/JM_-_finacial_serv_-_final-REV1_01.pdf.
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M. S. y Reinhardt, D. B. S. (2010). Capital inflows: The role of controls. IMF Staff Position Note SPN/10/04, International Monetary Fund, Washington, DC, 19 February.
- Pasinetti, L. (1997). The social burden of high interest rates. In: Arestis, P., Palma, G. y Sawyer, M., eds., *Capital Controversy, Post-Keynesian Economics and History of Economics*. London and New York, Routledge: 511-514.
- Persaud, A. (2008). How risk sensitivity led to the greatest financial crisis of modern times, 7 October. Available at: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2101>.
- Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A. y Boesky, H. (2010). Shadow banking. Federal Reserve Bank of New York, Staff Report N° 458, July.
- Reddy, Y. V. (2011). Financial crisis and financial intermediation: Asking different questions. Paper presented at the Conference on Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis. Washington, DC, 7-8 March. Available at: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/yvrpresentation.pdf>.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2008). Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison. *American Economic Review*, 98(2): 339-344, April.
- Ricks, M. (2010). Shadow banking and financial regulation. Columbia Law and Economics. Working Paper N° 370, 30 August.
- Shin, H. S. (2010). Procyclicality and Systemic Risk: What is the Connection? Available at: <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/ProcyclicalityandSystemRisk.pdf>.
- Siegel, D. E. (2002). Legal Aspects of the IMF/WTO relationship: The Fund's Articles of Agreement and the WTO Agreements. *The American Journal of International Law*, 96(3): 561-599.
- Sorkin, A. (2010). Big, in Banks, Is in the Eye of the Beholder. *The New York Times*, 18 January. Available at: <http://www.nytimes.com/2010/01/19/business/19sorkin.html?ref=business>.
- Tobin, J. (1984). On the efficiency of the financial system. In: Jackson PM, ed., *Policies for Prosperity: Essays in a Keynesian Mode*, 282-295. Cambridge, MIT Press.
- Tucker, T. (2010). The WTO conflict with financial transactions taxes and capital management techniques, and how to fix it. Memorandum, *Public Citizen*, Washington, DC, 9 July. Available at: <http://www.citizen.org/documents/MemoonCapitalControls.pdf>.
- UNCTAD (TDR 2006). *Trade and Development Report, 2006. Global partnership and national policies for development*. United Nations publications, Sales N° E.06.II.D.6, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2009). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the global crisis: Climate change mitigation and development*. United Nations publications, Sales N° E.09.II.D.16, New York and Geneva.

- UNCTAD (2009). *The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies*. New York and Geneva, United Nations.
- Wallach, L. y Tucker, T. (2010). Answering critical questions about conflicts between financial reregulation and WTO rules hitherto unaddressed by the WTO Secretariat and other official sources. Memorandum, *Public Citizen*, 22 June. Available at: <http://www.citizen.org/documents/Memo%20-%20Unanswered%20questions%20memo%20for%20Geneva.pdf>.
- Zysman, J. (1983). *Governments, Markets and Growth: Finance and the Politics of Industrial Change*. Ithaca, NY, Cornell University Press.

LA FINANCIARIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE PRODUCTOS BÁSICOS: EVOLUCIÓN RECIENTE Y CUESTIONES NORMATIVAS

A. Introducción

La evolución reciente de los precios de los productos básicos primarios ha sido excepcional en muchos aspectos. El auge de esos precios entre 2002 y 2008 ha sido el más pronunciado en varios decenios por su magnitud, duración y amplitud. La caída de los precios tras el estallido de la actual crisis mundial a mediados de 2008 destaca 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. Si bien el aumento de los precios del petróleo hasta abril de 2011 fue moderado en comparación con los niveles máximos registrados en 2007-2008, los precios de los alimentos alcanzaron un máximo histórico en febrero de 2011.

Esas amplias fluctuaciones de los precios internacionales de los productos primarios pueden tener efectos negativos para las empresas y países importadores y exportadores. Por lo general la repercusión económica y social de la variación de los precios depende del producto básico de que se trate, pero suele ser más fuerte en los países en desarrollo que en los desarrollados a nivel tanto macroeconómico como microeconómico. Muchos

países en desarrollo dependen enormemente de los productos primarios para conseguir una parte importante de sus ingresos de exportación, mientras que otros son importadores netos de productos alimentarios y/o energéticos.

Cuando suben los precios mundiales, los países importadores netos de productos básicos tienden a experimentar un deterioro de su relación de intercambio y su balanza por cuenta corriente. Esos países suelen destinar una mayor proporción de sus ganancias en divisas a aumentar las importaciones de productos básicos esenciales en detrimento de otras importaciones, en particular de bienes de capital e intermedios que constituyen insumos necesarios para la diversificación de sus economías nacionales. A nivel microeconómico, las subidas de los precios de los productos básicos alimentarios y energéticos han afectado gravemente a los hogares más vulnerables. En efecto, el aumento de los precios puede ser desastroso para los pobres de los países en desarrollo, que gastan entre un 60% y un 80% de su renta total en alimentos (FAO, 2008). Estos efectos suscitan graves preocupaciones humanitarias, pero también hay repercusiones económicas y sociales a más largo plazo, ya que se deja de gastar

en educación y salud para destinar esos fondos a alimentos menos nutritivos.

Asimismo, y esto se aplica también a los países de renta media, el aumento significativo de los precios de importación de productos primarios esenciales con una demanda muy poco elástica contribuye a la inflación y reduce la demanda de bienes de producción nacional. El costo presupuestario de mitigar los efectos negativos de los movimientos de los precios de los productos básicos en los productores y consumidores nacionales con medidas fiscales —por ejemplo con una reducción de los impuestos o los derechos de importación aplicados a los alimentos o un aumento de las subvenciones a los alimentos— deberá sufragarse con recortes en otros gastos públicos. Es probable que esos recortes afecten negativamente al desarrollo económico. O bien el aumento de los costos presupuestarios puede requerir un mayor endeudamiento público, que incrementaría la carga de la deuda pública sin reforzar la base económica necesaria para asegurar ingresos tributarios en el futuro.

Por otra parte, las subidas de los precios de los productos básicos primarios aumentan los beneficios de los exportadores de esos productos. No obstante, según el producto básico de que se trate, el tipo y grado de control de la producción y distribución por empresas extranjeras y los mecanismos de reparto de los beneficios, es posible que una gran proporción de esos beneficios no quede en el país exportador y acabe en manos de empresas transnacionales. Así suele ocurrir en las industrias minera y de hidrocarburos. El fuerte aumento de los ingresos en divisas debido a la fuerte subida de los precios de las exportaciones plantea también problemas de gestión macroeconómica en el país exportador. Dado que es posible que los gastos en importaciones no aumenten al mismo ritmo que los ingresos de exportación, el tipo de cambio tenderá a apreciarse, lo que repercutirá negativamente en la competitividad de las empresas nacionales en los mercados en que compiten con proveedores extranjeros —efecto comúnmente denominado “síndrome holandés”.

Al mismo tiempo, el brusco aumento de la demanda interna puede generar más presión inflacionista si la oferta interna no logra aumentar al mismo ritmo. Esta presión puede gestionarse, como se ve en el próximo capítulo, pero hace falta una política macroeconómica proactiva que puede resultar difícil de aplicar para varios países.

La brusca caída de los precios produce un deterioro inmediato de la relación de intercambio, la balanza de pagos y el crecimiento de la renta de los países muy dependientes de las exportaciones de productos primarios. Además, en la medida en que los presupuestos del Estado dependen de los ingresos procedentes de las exportaciones de productos básicos, puede ser necesario realizar ajustes fiscales restrictivos o, si se quieren mantener los niveles de gasto, aumentar la financiación de la deuda. Los productores tendrán a menudo dificultades financieras debido a la caída de los precios por debajo del nivel necesario para cubrir sus costos de producción.

La evolución de los precios a nivel mundial se trasladará a cada país según cuáles sean el grado de integración del mercado nacional en los mercados internacionales y la eficacia de las medidas de sostenimiento de los precios en el mercado nacional para mitigar los efectos de los movimientos de los precios internacionales en los precios nacionales¹. Durante el auge de los precios registrado en 2007-2009 y su posterior caída, hubo variaciones bastante importantes en la velocidad y el grado en que los diferentes mercados regionales y locales percibieron la evolución de los precios mundiales de diversos productos. Estas diferencias pueden atribuirse a la diversidad de las políticas adoptadas en respuesta a la situación y al distinto grado de apertura de los mercados, así como a la compensación de la variación de los tipos de cambio (véase, por ejemplo, Robles y Torero, 2009; y Minot, 2010). Desde la perspectiva específica de los productos básicos, las estructuras de mercado influyen considerablemente en la transferencia de las variaciones de los precios internacionales porque en los mercados monopsonísticos la subida de los

La fluctuación excesiva de los precios fomenta la incertidumbre sobre la validez de las señales de precios emitidas por los mercados internacionales de productos básicos y agrava la falta de transparencia de esos mercados.

precios internacionales no siempre da lugar a una mejora de los precios para los productores. Ello podría explicar por qué los productores locales pueden verse más perjudicados por la subida de los precios de los productos básicos que utilizan como insumos, como el combustible, que beneficiados por el aumento de los precios internacionales de los productos básicos que ellos mismos producen (véase, por ejemplo, Bargawi, 2009).

Aparte de los problemas de ajuste que plantean las fuertes subidas o caídas de los precios, el aumento de su volatilidad puede tener graves repercusiones económicas. La fluctuación excesiva de los precios fomenta la incertidumbre y perturba la capacidad de previsión de los distintos agentes económicos. Esa incertidumbre sobre la validez de las señales de precios emitidas por los mercados internacionales de productos básicos agrava la falta de transparencia de esos mercados. En ese contexto, resulta sumamente difícil y arriesgado planificar la cantidad y composición de la producción, elegir los insumos y decidir las inversiones en capacidad productiva. Esto es particularmente cierto en el caso de las actividades agrícolas con largos ciclos de producción. Los productores que usan productos primarios como insumos de producción se enfrentan a problemas similares.

La volatilidad de los precios de mercado ha variado según el grupo de productos básicos. Los precios de los productos alimentarios han experimentado subidas drásticas y, probablemente debido a sus repercusiones sociales, a menudo han suscitado mayor preocupación que los vaivenes de precios de otros grupos de productos básicos. No obstante, la volatilidad de los precios de mercado ha sido más pronunciada en los metales y los productos energéticos que en los productos agrícolas no alimentarios (véase el gráfico 1.4 del capítulo I). Los mercados de productos básicos primarios han mostrado siempre una mayor volatilidad de los precios que los mercados de manufacturas (*TDR 2008*, cap. II). Por lo general, las perturbaciones específicas de los productos básicos, en especial las relacionadas con la oferta de productos agrícolas, han contribuido

de manera fundamental a esta tendencia. Sin embargo, las amplias y frecuentes fluctuaciones que vienen observándose desde 2007 en los mercados de muchos grupos de productos básicos, en particular en los del petróleo y los productos agrícolas, no tienen precedentes y, en muchos casos, no guardan ninguna relación evidente con las variaciones de la oferta.

El auge de los precios de los productos básicos entre 2002 y mediados de 2008 y el repunte de los precios de muchos de esos productos a partir de mediados de 2009 han coincidido con importantes cambios en las variables fundamentales de los mercados de productos básicos. Entre esos cambios cabe citar el rápido crecimiento de la producción y los cambios estructurales, tanto económicos como sociales, en las economías de mercado emergentes, la mayor utilización de determinados cultivos para la producción de biocombustibles y la ralentización del crecimiento de la oferta de productos básicos agrícolas. No obstante, estos factores no explican por sí solos la evolución reciente de los precios de los productos básicos. Habida cuenta de que a lo largo del último decenio esos precios han seguido por lo general trayectorias paralelas en todas las principales categorías, cabe preguntarse si no ha cambiado el funcionamiento mismo de los mercados de productos básicos.

En este contexto, la Presidencia francesa del G-20 ha dado prioridad a la cuestión de la volatilidad de los precios de los productos básicos en la agenda del Grupo para 2011, ya que las fluctuaciones excesivas de esos precios merman el crecimiento mundial y amenazan la seguridad alimentaria de la población mundial (G20-G8, 2011). Se considera que esas fluctuaciones están relacionadas con el funcionamiento de los mercados financieros y la regulación de los mercados de derivados de productos básicos². De hecho, una importante novedad en los mercados de productos

La mayor presencia de inversores financieros puede haber determinado que los mercados de productos básicos sigan más la lógica de los mercados financieros que la de los típicos mercados de productos.

básicos en los últimos años es la mayor presencia de inversores financieros, que consideran los futuros de productos básicos como una alternativa a los activos financieros en sus decisiones de gestión de cartera. Si bien estos participantes en el mercado

no tienen interés en el producto básico físico ni operan sobre la base de las relaciones fundamentales entre la oferta y la demanda, pueden tener —individualmente o como grupo— posiciones muy grandes en los mercados de productos básicos y, por tanto, influir considerablemente en el funcionamiento de esos mercados. Esta financiarización de los mercados de productos básicos se ha acelerado de manera significativa desde aproximadamente 2002-2004, como se refleja en el aumento del volumen de las inversiones financieras en los mercados de derivados de productos básicos, tanto bursátiles como extrabursátiles.

Si bien en general se reconoce que cada vez más inversores participan en los mercados de productos básicos primarios, en los últimos años se ha debatido considerablemente si ello ha aumentado el nivel y la volatilidad de los precios de esos productos. Algunos autores 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 y argumentan que la mayor presencia de inversores financieros en los mercados de productos básicos en realidad ha moderado las variaciones de los precios (véase, por ejemplo, Sanders e Irwin, 2010). Otros afirman que la financiarización de los mercados de productos básicos tiende a desviar los precios de esos productos de los niveles que cabe esperar con arreglo a las variables fundamentales del mercado, lo que afecta negativamente tanto a los productores como a los consumidores (véase, por ejemplo, Gilbert, 2010a; Tang y Xiong, 2010).

La UNCTAD examinó la cuestión de la financiarización de los mercados de productos básicos en su *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo 2008* (TDR 2008: 24-25), y más tarde realizó un análisis más detallado en un informe de su Grupo de Trabajo (UNCTAD, 2009) y en el *TDR 2009*. Estos análisis anteriores partieron de la observación de que los precios internacionales de los productos básicos, los precios de las acciones y los tipos de cambio de las monedas afectadas por la especulación siguieron trayectorias paralelas durante gran parte del período de auge de los precios de los productos básicos en 2005-2008, durante la brusca corrección posterior en la segunda mitad de 2008 y otra vez durante el repunte que tuvo lugar en el segundo trimestre de 2009.

En el *TDR 2009* se concluía que resultaba difícil hacer un análisis empírico detallado de la relación entre la especulación y la evolución de los precios de los productos básicos dada la falta de transparencia y de desglose de los datos disponibles. No obstante, en el informe se aportaba información que indicaba que las actividades de los inversores financieros habían amplificado sustancialmente los movimientos de los precios de los productos básicos. Las pruebas más sólidas se encontraban en la estrecha correlación entre los precios de los productos básicos y los precios en otros mercados, como los de acciones y divisas, en que la actividad especulativa tenía un peso importante³. En consecuencia, la cobertura del riesgo de una variación de los precios de los productos básicos había pasado a ser más compleja y cara y a menudo inasequible para los operadores comerciales de países en desarrollo. Además, las señales que emitían las bolsas de productos básicos eran cada vez menos fiables como base para decidir las inversiones y para la gestión de la oferta y la demanda por parte de productores y consumidores. En ese momento no estaba claro si los inversores financieros seguirían considerando que los productos básicos eran un activo atractivo, puesto que la estrategia operativa de los inversores en índices había resultado demasiado dependiente de condiciones concretas para ser rentable. Pero se preveía que los inversores financieros dejarían de invertir pasivamente en índices y optarían por comportamientos más activos, y que seguirían amplificando los movimientos de los precios (*TDR 2009*: 79). En el informe se sugirió la conveniencia de ampliar y reforzar las funciones de supervisión y reglamentación de los órganos reguladores estatutarios de los mercados de productos básicos, lo que, a su vez, requeriría más datos generales sobre las operaciones.

Entretanto, el debate ha evolucionado. Al examinar las últimas tendencias del funcionamiento de los mercados de productos básicos, en este capítulo se presta una atención especial al papel esencial de los flujos de información en las decisiones operativas de los inversores financieros que siguen una estrategia más activa, en comparación con el comportamiento relativamente más pasivo de los tradicionales inversores en índices en los que se centró el *TDR 2009*. También se aportan nuevos datos empíricos sobre los efectos del comportamiento de los inversores financieros en la formación de los precios internacionales de

los productos básicos como complemento de la información expuesta, por ejemplo, en UNCTAD (2011).

En el capítulo se trata de demostrar que las decisiones operativas de los participantes en el mercado no solo vienen determinadas por información sobre las variables fundamentales de un mercado concreto de productos básicos, sino también por consideraciones relativas a la gestión de cartera y a las oportunidades de obtener ganancias que pueden surgir simplemente siguiendo una tendencia —factores que son totalmente ajenos a las variables fundamentales de los mercados de productos básicos. En estas circunstancias, resulta difícil para los participantes en los mercados de futuros y los mercados extrabursátiles de productos básicos, pero también para los productores y consumidores del producto físico subyacente, determinar en qué medida la evolución de los precios refleja fielmente la información sobre las variables fundamentales, que en todo caso no siempre es fiable ni fácil de obtener. Por tanto, las decisiones operativas se toman en un contexto de considerable incertidumbre en el que puede considerarse perfectamente lógico seguir un comportamiento gregario.

Así pues, la mayor presencia de inversores financieros puede haber hecho que los mercados de productos básicos sigan más la lógica de los mercados financieros que la de los típicos mercados de productos. En estos mercados, los precios se fijan sobre la base de información procedente de una multitud de agentes independientes que actúan en función de sus propias preferencias. En los típicos mercados de productos, 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, recientemente, los productos básicos), 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. En esos mercados el comportamiento

más rentable suele consistir en seguir la tendencia durante un tiempo y desinvertir justo antes de que lo hagan los demás. Ir contra la mayoría, aunque esa actitud esté justificada por información fiable acerca de las variables fundamentales de la economía, puede ocasionar grandes pérdidas. La existencia de una estrecha correlación entre los rendimientos de las inversiones en productos básicos y los de las inversiones en otras clases de activos indica que ese comportamiento se ha generalizado en los mercados de productos básicos, lo que ha aumentado el riesgo de que se formen burbujas de precios de esos productos y lo que quizás es aún más importante, el hecho de que algunos países hayan endurecido su política monetaria en respuesta a la presión ejercida sobre los precios por las fuertes subidas de los precios de los productos básicos, que bien podrían constituir burbujas especulativas, revela un aspecto preocupante 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.

En la sección B del presente capítulo se examina la evolución reciente de la financiarización de los mercados de productos básicos. En la sección C se investiga la conducta comercial de diferentes tipos de participantes en los mercados de productos básicos y la forma en que sus posiciones pueden hacer que los precios de los activos se desvíen de los valores fundamentales. Se argumenta que el comportamiento gregario reduce la información contenida en los precios y aumenta el riesgo de que los precios de los productos básicos sean objeto de burbujas especulativas y de una gran volatilidad. En la sección D se examina más de cerca la influencia general de los mercados financiarizados en la evolución de los precios de los productos básicos. Se constata que los inversores financieros en productos básicos están cada vez más motivados por la búsqueda de rentabilidad, por lo que es probable que sigan considerando los productos básicos como una clase de activos en la gestión de su cartera pese a la reducción de los beneficios de la diversificación hacia inversiones en productos básicos que les impulsaron inicialmente a entrar en los mercados de esos productos. En la sección E se recomiendan medidas reguladoras y normativas para contener los efectos de la financiarización de los mercados de productos básicos y sus repercusiones económicas y sociales negativas.

B. Tendencias y evolución de la financiarización de los mercados de productos básicos

La expresión “financiarización del comercio de productos básicos” se refiere al peso cada vez mayor de las motivaciones financieras, los mercados financieros y los agentes financieros en las operaciones de los mercados de productos básicos. Los inversores financieros llevan mucho tiempo participando en los mercados de productos básicos⁴, pero la financiarización de esos mercados cobró impulso tras el estallido de la burbuja del mercado de valores en 2000. Las conclusiones empíricas derivadas de los datos correspondientes al período 1959-2004 indican que ello se debe a que los productos básicos como clase de activos llegaron a considerarse una forma casi natural de cubrirse contra las posiciones tomadas en otros mercados de activos.

Los contratos de futuros de productos básicos tenían la misma rentabilidad media que las inversiones en acciones, aunque a lo largo del ciclo económico su rentabilidad guardaba una correlación negativa con la de las inversiones accionariales (Gorton y Rouwenhorst, 2006). La innovación financiera ha facilitado este proceso, ya que el seguimiento de índices de productos básicos como el Standard and Poor's Goldman Sachs (S&P GS) es un fenómeno relativamente nuevo. La desregulación de los mercados de productos básicos, como la propiciada por la Ley de modernización de futuros de productos básicos de 2000, también contribuyó a facilitar el proceso, como se señaló en el *TDR 2009*⁵.

La proporción del PIB mundial correspondiente al volumen gestionado de activos de productos básicos se cuadruplicó con creces durante el período 2008-2010.

Es difícil determinar la magnitud de la financiarización del comercio de productos básicos debido a la falta de información completa, pero esa magnitud se refleja, por ejemplo, en el fuerte aumento, aproximadamente a partir de 2002-2004, del número de contratos de futuros y opciones vigentes en las bolsas de productos básicos y en el número de derivados de productos básicos vigentes en los mercados extrabursátiles. El número de contra-

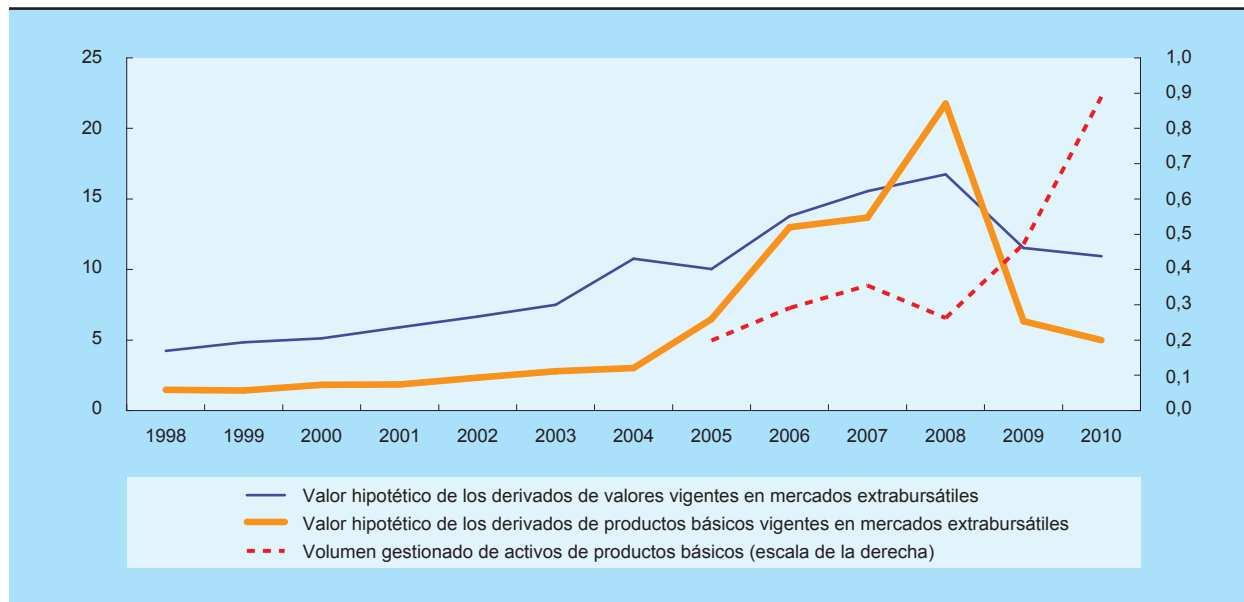
tos vigentes en las bolsas de productos básicos ha seguido aumentando desde el hundimiento de los precios de los productos básicos a mediados de 2008; ahora es alrededor de un 50% mayor que en el primer semestre de 2008, cuando los precios de los productos básicos registraron su nivel máximo. En cambio, el monto hipotético de

los derivados vigentes en mercados extrabursátiles⁶ se ha reducido a casi un tercio, lo que equivale a aproximadamente la mitad de su nivel en 2005-2006, pero también a unas seis veces su nivel de 1999⁷.

El brusco descenso reciente del monto hipotético de los derivados de productos básicos vigentes en mercados extrabursátiles puede deberse a varias razones. El hundimiento de los precios de los productos básicos entre mediados de 2008 y principios de 2009 hasta reducirse a casi la mitad de su nivel anterior claramente contribuyó en parte a ese descenso. Otra razón podría ser la mayor conciencia del riesgo de contraparte creada por la crisis financiera, que hizo que los inversores

INVERSIÓN FINANCIERA EN PRODUCTOS BÁSICOS Y VALORES COMO PROPORCIÓN DEL PIB MUNDIAL, 1998-2010

(En porcentaje)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de Banco de Pagos Internacionales (BPI), *Derivatives Statistics*; Barclays Capital, *The Commodity Investor*, UNCTADstat.

financieros evitaran exponerse en operaciones bilaterales extrabursátiles. En tercer lugar, la reciente disminución de la actividad extrabursátil registrada probablemente refleja la menor importancia relativa de las inversiones pasivas generalizadas en índices realizadas por los inversores financieros en productos básicos, incluidas las permutas en mercados extrabursátiles, y la mayor importancia relativa de las estrategias de negociación activas más sofisticadas que dan prioridad a la utilización de contratos de futuros negociados en bolsas organizadas.

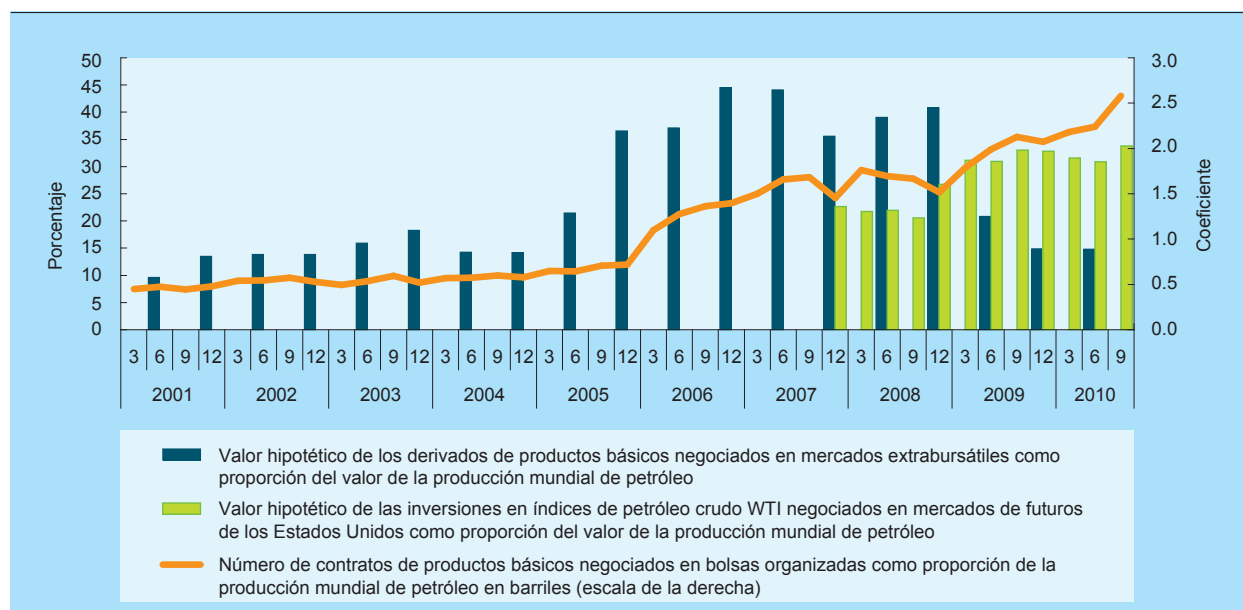
La información disponible sobre el valor de los activos gestionados por inversores financieros en productos básicos (Barclays Capital, varios números) pone de manifiesto dos aspectos principales. En primer lugar, esos inversores han aumentado sus inversiones en productos básicos aún más rápidamente desde mediados de 2010 que antes de la crisis financiera, cuando ese aumento ya era rápido. A juzgar por los datos actualmente disponibles, los activos relacionados con productos básicos gestionados por esos inversores registraron un máximo histórico en marzo de 2011, cuando

alcanzaron cerca de 410.000 millones de dólares —casi el doble del nivel de 2007 anterior a la crisis. En segundo lugar, si bien las inversiones en índices representaron entre un 65% y un 85% del total entre 2005 y 2007, desde 2008 su importancia relativa se ha reducido a solo un 45%. Esta disminución se ha producido pese al aumento en casi un 50% del valor de las inversiones en índices entre 2009 y el final de 2010 (UNCTAD, 2011: 16).

Para poner en perspectiva la magnitud de las inversiones financieras en productos básicos, conviene examinar su variación respecto de las inversiones en los mercados de valores y respecto de la evolución de la economía real. Entre aproximadamente 2002 y el estallido de la crisis financiera, el monto hipotético de los derivados de productos básicos vigentes en mercados extrabursátiles aumentó con bastante más rapidez que las inversiones comparables en contratos vinculados a valores. No obstante, en 2008-2009 el valor de las inversiones en productos básicos también disminuyó de manera significativamente más rápida que el de las inversiones vinculadas a valores (gráfico 5.1). Y lo que

Gráfico 5.2

INVERSIONES FINANCIERAS EN PRODUCTOS BÁSICOS COMO PROPORCIÓN DE LA PRODUCCIÓN MUNDIAL DE PETRÓLEO, 2001-2010



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de BPI, *Derivatives Statistics*; Comisión de Contratación de Futuros de Mercancías (CFTC), *Index Investment Data*; Energy Information Administration (EIA), *International Petroleum Monthly*; y UNCTADstat.

quizás es más importante, la proporción del producto interno bruto (PIB) correspondiente al valor hipotético de los derivados de productos básicos vigentes en mercados extrabursátiles aumentó de entre un 2% y un 3% a principios del decenio de 2000 a más de un 20% en 2008 y, pese a su rápida disminución posterior, esta proporción se ha mantenido en torno al 5% o el 6% (es decir, prácticamente el doble que hace diez años). El gráfico 5.1 también refleja la distinta evolución de las inversiones en productos básicos en los mercados bursátiles y extrabursátiles señalada anteriormente. Muestra que la proporción del PIB mundial correspondiente al valor de los activos de productos básicos gestionados se cuadruplicó con creces durante el período 2008-2010.

Una comparación entre la evolución de la producción física de productos básicos y la de las inversiones financieras en productos básicos permite aclarar un poco más la magnitud de la financiarización de los mercados de productos básicos. Si se toma el ejemplo del petróleo, que representa la mayor parte de la producción total de productos básicos, se observa que el porcentaje del valor hipotético del total (es decir, no solo del petróleo,

respecto del que no se dispone de datos separados) de los derivados de productos básicos vigentes en mercados extrabursátiles en relación con el valor de la producción mundial de petróleo prácticamente se cuadruplicó entre principios del decenio de 2000 y 2007-2008, cuando llegó a situarse entre un 40% y un 45% (gráfico 5.2). Una comparación similar con las inversiones financieras en bolsas de futuros de productos básicos muestra que el coeficiente del valor hipotético de las inversiones en índices de petróleo crudo West Texas Intermediate (WTI) vigentes en bolsas de futuros de los Estados Unidos en relación con el valor de la producción mundial de petróleo en 2010 fue alrededor de un 50% más alto que en 2007-2008 (gráfico 5.2). Dado que el WTI parece haber cedido parte de su función de referencia de los precios mundiales del petróleo crudo en favor del Brent, es perfectamente posible que en realidad ese aumento sea mayor. De hecho, el constante incremento del coeficiente del número de contratos de productos básicos negociados en bolsas organizadas en relación con la producción mundial de petróleo (gráfico 5.2) indica claramente que la financiarización de los mercados de productos básicos no ha dejado de aumentar.

C. Formación de los precios de los productos básicos: contribución de la información y del comportamiento gregario

1. Información e incertidumbre en los mercados de productos básicos

Desde hace tiempo se reconoce que la información contribuye de manera fundamental a la formación de los precios de los productos básicos. No obstante, rara vez se ha investigado el tipo de información que determina el comportamiento de los participantes más influyentes en el mercado. ¿Se trata principalmente de información sobre las relaciones fundamentales entre la oferta y la demanda de un producto básico concreto, o es más bien información de naturaleza más general, por ejemplo sobre la evolución de la economía mundial y los mercados mundiales de valores y de divisas o sobre las tendencias económicas a largo plazo, que no influiría de manera directa e inmediata en las relaciones actuales entre la oferta y la demanda en los mercados de productos básicos?

La importancia de la información está estrechamente relacionada con el elevado grado de incertidumbre en los mercados de productos básicos. De hecho, esos mercados siempre se han caracterizado por la incertidumbre a la hora de tomar decisiones. Ello se debe a que: i) las condiciones de la oferta y la demanda de productos básicos a medio

y largo plazo dependen de factores desconocidos, como las tasas de agotamiento de los recursos no renovables y los efectos del cambio climático en la producción agrícola; ii) la información sobre las existencias, que ofrece valiosas señales para avanzar previsiones de precios a corto plazo, adolece de considerables errores de medición (Gorton, Hayashi y Rouwenhorst, 2007; Khan, 2009); y iii) los datos relativos a las condiciones actuales de la oferta y la demanda mundiales de productos básicos se publican con mucho retraso y se revisan frecuentemente. Por tanto, incluso los operadores bien informados deben formular sus previsiones de precios sobre la base de datos parciales y dudosos.

Para empeorar las cosas, es probable que la incertidumbre de los mercados de productos básicos haya aumentado aún más. En los últimos años, la

rapidez de la industrialización, la urbanización y los cambios en los hábitos alimentarios de las economías emergentes, en especial en Asia, han dado lugar a una demanda creciente de productos básicos. Y las reiteradas noticias sobre esas tendencias pueden perfectamente haber señalado a los participantes en el mercado el inicio de un nuevo ciclo de auge de los productos básicos. Por otra parte, ha sido difícil evaluar con exactitud los efectos de esas señales en la evolución a corto plazo de las relaciones entre la oferta y la demanda. Ello no

La importancia de la información está estrechamente relacionada con el elevado grado de incertidumbre de los mercados de productos básicos.

se debe únicamente a la incertidumbre sobre la estabilidad del rápido crecimiento económico de las economías emergentes, sino también, en especial, a las frecuentes lagunas en los datos disponibles sobre la situación de la demanda, la oferta y las existencias de productos básicos en esas economías.

Estas señales de la demanda se han combinado con las crecientes dudas acerca de la posibilidad de que se realicen en breve importantes avances tecnológicos y sobre la capacidad de que se superen prontamente los obstáculos tecnológicos que impiden un correspondiente aumento de la oferta de productos básicos como ha ocurrido a menudo en el pasado. Con respecto al petróleo, por ejemplo, se ha debatido si alcanzará su nivel máximo en un futuro próximo. En el caso de los productos básicos agrícolas, las informaciones sobre una ralentización del crecimiento de la productividad agrícola han acentuado la ya creciente preocupación sobre el uso de la tierra, la escasez de agua y, en términos más generales, la relación entre la producción agrícola y el cambio climático. Además, los biocombustibles de primera generación, que dependen de las existencias de alimentos, parecen haber aumentado considerablemente la pertinencia de la información relativa a la energía para el comercio de productos básicos agrícolas, y viceversa.

Se considera que una de las principales causas de estas limitaciones de la oferta ha sido que en los últimos decenios, en que los precios de los productos eran bajos, se ha invertido poco en producción, infraestructura e investigación para encontrar la forma de aumentar la oferta. En consecuencia, además de la incertidumbre sobre la demanda, toda una serie de informaciones sobre el costo cada vez mayor de invertir de manera rentable para lograr un aumento fuerte y sostenido de la oferta de productos básicos ha indicado a los participantes en el mercado que es bastante poco probable que disminuyan los precios de los productos. Por consiguiente, ahora la información sobre las relaciones fundamentales entre la oferta y la demanda en los mercados de productos básicos se ha visto complementada por la expectativa de que los precios aumenten pronto y se mantengan elevados durante mucho tiempo.

En esa situación de mayor incertidumbre sobre los precios, la tradicional contribución de las bolsas de futuros de productos básicos a la formación de los precios y la transferencia de riesgos ha cobrado cada vez más importancia. Las bolsas de productos básicos cumplen adecuadamente esa función siempre que los participantes en el mercado, además de utilizar información pública, negocien sobre la base de información independiente e individual derivada de un conocimiento profundo de hechos específicos relativos a los mercados de productos básicos y de sus propios planes de ofrecer o demandar productos básicos.

No obstante, la financiarización del comercio de productos básicos ha puesto cada vez más en cuestión esa función de las bolsas de productos básicos. Los inversores financieros en esos mercados basan su toma de posiciones en consideraciones de riesgo y rentabilidad en las que la información sobre los otros mercados de activos y la economía general desempeña un papel fundamental, al igual que, más en general, las motivaciones financieras (véase también el recuadro 5.1). Esa manera de operar, además de basarse en tipos de información similares, también permite prever de forma parecida los efectos de esa información en los precios. En conjunto, la financiarización del comercio de productos básicos plantea el riesgo de que se adopten comportamientos gregarios y de que las previsiones se hagan realidad a fuerza de repetirse debido al poder pecuniario de esos participantes en el mercado.

Resulta aún más preocupante el hecho de que el gregarismo modifica fundamentalmente el comportamiento de los mercados y la forma en que la información contribuye a determinar los precios correctos. Como se examina con cierto detalle en la siguiente sección, el comportamiento gregario plantea interrogantes acerca de si la determinación de los precios se basa realmente en la recopilación de una enorme cantidad de información independiente e individual sobre las relaciones entre la oferta y la demanda en un mercado específico. También cabe cuestionar si los participantes en el mercado que adoptan un comportamiento gregario aportan realmente liquidez al mercado. Un mercado líquido es aquel en que muchos participantes

El comportamiento gregario puede tener su origen en una conducta irracional, pero también puede ser totalmente racional.

distintos con diferentes conjuntos de información y preferencias pueden encontrar contrapartes dispuestas a aceptar una oferta de venta o de compra porque tienen una idea distinta de la evolución del mercado. Esas serían las características del mercado de mercancías atomizado ideal descrito en los libros de texto. En cambio, en un mercado con un fuerte componente de gregarismo, que puede definirse como la tendencia de las personas a imitar las acciones de un grupo más grande en vez de actuar de forma independiente y sobre la base de su propia información, no habría esa diversidad de opiniones y disposiciones.

2. Comportamiento gregario

El comportamiento gregario puede revestir diversas formas (gráfico 5.3) y tener su origen en una conducta irracional, pero también puede ser totalmente racional. Los primeros modelos de comportamiento gregario se basaban en supuestas desviaciones de la racionalidad perfecta, también llamadas “operaciones ruidosas” (Shleifer y Summers, 1990). Las inversiones de los operadores “ruidosos”⁸ se basan en pseudoseñales, que no aportan ninguna información sobre la posible rentabilidad de un mercado de activos específico, o en la evolución de las creencias y sentimientos de los operadores, que no se basan en ninguna información sobre las variables fundamentales. Un ejemplo de pseudoseñal para la toma de posiciones en los mercados de productos básicos es la información relativa a otros mercados de activos que provoca un reequilibrio de la cartera y, por tanto, modifica la exposición de los inversores a los productos básicos.

Los cambios en las creencias y sentimientos pueden reflejar cierta parcialidad por parte de los inversores, por ejemplo cuando reaccionan en exceso ante determinada información o actúan con demasiado optimismo⁹. También puede reflejar el uso de estrategias operativas inflexibles, como las inversiones oportunistas 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. Los tipos más sencillos de estrategias basadas en informaciones positivas están estrechamente relacionados con un análisis técnico que se basa en datos pasados sobre precios y posiciones para determinar pautas de actividad que pueden ser útiles para realizar previsiones. Las técnicas operativas más sofisticadas utilizan algoritmos informáticos que se ajustan estrictamente a un conjunto predeterminado de reglas. Los algoritmos analizan la actividad del mercado y emiten señales para la adopción de estrategias operativas, ya sea sobre la base de pasadas operaciones y variaciones de los precios o sobre la base de las reacciones anticipadas de otros operadores que utilizan algoritmos a la evolución actual del mercado¹⁰. Dado que algunos operadores que actúan sobre la base de informaciones positivas y sobre la base de algoritmos pueden utilizar reglas similares, corren el riesgo de generar colectivamente movimientos en el mercado que luego identifican y siguen individualmente. Además, en la medida en que los algoritmos se basan en estrategias estadísticas y siguen la evolución de distintos mercados de activos, esas reglas harán que las señales de precios se propaguen, por ejemplo de los mercados de valores o de divisas a los mercados de productos básicos, incluso cuando no hayan cambiado las variables fundamentales de los mercados de productos básicos.

El comportamiento gregario también puede ser totalmente racional. En este contexto, debe distinguirse el “gregarismo espontáneo” del “gregarismo intencionado” (Bikhchandani y Sharma, 2001). El gregarismo espontáneo describe situaciones en que agentes que se encuentran ante problemas de toma de decisiones y conjuntos de información similares adoptan decisiones similares. Dado que este tipo de gregarismo refleja una reacción común de los agentes a información pública, es totalmente compatible con la hipótesis del mercado eficiente, siempre que la información se refiera a las variables fundamentales del mercado específico¹¹. En las inversiones en productos básicos puede haber un gregarismo espontáneo impulsado por las variables fundamentales si, por ejemplo, hay una reducción significativa y repentina de la oferta internacional, como ocurrió con el petróleo durante la guerra del Golfo en 1990-1991 y con el arroz tras la imposición de prohibiciones a la exportación por algunos importantes países exportadores en 2008.

Recuadro 5.1**OPINIONES DE LOS PARTICIPANTES EN LOS MERCADOS:
RESULTADOS DE UNA ENCUESTA DE LA UNCTAD**

Entrevistar a los participantes en los mercados de productos básicos es útil porque permite conocer su punto de vista sobre la evolución del mercado, el proceso de formación de precios y las estrategias operativas. También da una indicación de cómo influye la presencia de inversores financieros en las actividades operativas. Además, examinar las cuestiones relativas a la regulación con los participantes en el mercado ayuda a comprender los posibles problemas de cumplimiento y los efectos negativos involuntarios de la regulación en las prácticas de negociación.

Entre diciembre de 2010 y febrero de 2011, la secretaría de la UNCTAD entrevistó a operadores de productos básicos, instituciones financieras y otras entidades que participan activamente en los mercados de los cereales, el cacao, el azúcar y el petróleo. La mayoría de los entrevistados eran operadores de productos básicos físicos e inversores financieros, como directivos de banca y gestores de cartera, basados principalmente en Ginebra^a.

Entrevistas con operadores de productos físicos

Los operadores de productos físicos señalaron que estaban sometidos a unos estrictos parámetros de riesgo por los consejos de administración de sus empresas. Por tanto, solían tener únicamente una exposición marginal, por no decir nula, a las fluctuaciones de los precios y tendían a centrarse en compras y ventas simultáneas del mismo activo. Los operadores de cereales físicos señalaron que operaban principalmente en bolsas de futuros y solo ocasionalmente en mercados extrabursátiles. La negociación en mercados extrabursátiles permitía realizar tipos de cobertura muy específicos, mientras que las especificaciones uniformes de los contratos de futuros podían provocar desajustes con respecto a las pautas de negociación deseadas en lo que respecta a los plazos y a la calidad del producto. Por otra parte, en los mercados de futuros, al ser más líquidos, era más fácil encontrar una contraparte.

En las entrevistas se puso de manifiesto que los operadores de petróleo crudo son muy diferentes de los de cereales y productos básicos agrícolas. Las bolsas solo ofrecen una gama limitada de contratos de futuros de petróleo crudo y sus especificaciones no responden a las necesidades de cobertura habituales. Por tanto, los operadores de petróleo, en particular los que negocian no solo Brent y WTI, sino también otras variedades de petróleo crudo, combinan los contratos negociados en bolsa (por ejemplo para el WTI o el Brent) con contratos extrabursátiles más específicos para cubrir su exposición. Los contratos extrabursátiles que suelen utilizar son contratos de permuta (por ejemplo, WTI por Dubai) en los que el precio se determina sobre la base de las cotizaciones establecidas por una agencia de información de precios (como Platts o Argus) que recaba diariamente información sobre los precios de mercado de diferentes calidades de petróleo crudo en distintos lugares.

Los operadores de productos físicos se basaron en información muy diversa de distintas fuentes, en particular: i) estadísticas públicas de fuentes oficiales (como el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos) e informes públicos (tanto sobre las variables fundamentales de la economía como sobre los mercados financieros); ii) información privada obtenida de fuentes internas de la empresa; y iii) comunicaciones con otros participantes en el mercado.

Todos los operadores de productos físicos entrevistados coincidieron en que la evolución de los precios de medio a largo plazo obedecía a variables fundamentales del mercado y ese era el motivo por el que se centraban en las relaciones fundamentales entre oferta y demanda en sus análisis del mercado. No obstante, también mencionaron los efectos de la creciente actividad de los agentes financieros en los mercados de productos básicos, que se reflejaba en el aumento del volumen de las inversiones financieras. Asimismo, los inversores financieros estaban incrementando su presencia en los mercados físicos al abrir sus propias mesas de contratación o crear fondos cotizados o notas cotizadas respaldados por activos físicos. Al parecer los bancos también estaban comenzando a dedicarse a la producción de productos básicos.

Hubo consenso en que los operadores financieros no podían influir en los precios a largo plazo pero podían provocar volatilidad y distorsiones sustanciales de los precios a corto plazo. Esa gran influencia en los precios a corto plazo se atribuyó al enorme volumen de sus operaciones, así como al momento que escogían para efectuar sus inversiones o retirar los fondos. Además, la mayoría de los operadores financieros desconocía las características específicas de los respectivos mercados de productos básicos y basaba sus decisiones operativas en otras consideraciones, en algoritmos (incluida la negociación de alta frecuencia) y/o en la estructura deseada para su cartera. Los operadores sugirieron que la volatilidad hacía más difícil la formación de los precios en todos los mercados de productos básicos y dificultaba y encarecía la cobertura, ya que los grandes movimientos de precios podían hacer necesaria una cobertura complementaria. No obstante, la presencia de operadores financieros en los mercados de productos básicos suscitaba reacciones desiguales. La mayoría de los operadores veía también ventajas. Destacaron que los especuladores o inversores financieros aportaban una liquidez que era indispensable para la cobertura.

Recuadro 5.1 (conclusión)

La mayoría de los operadores estuvo de acuerdo en que se necesitaba una mayor regulación, sobre todo en Europa, para aumentar la transparencia. Un gran paso adelante sería que Europa adoptara normas de información financiera como las aplicadas por la Comisión de Contratación de Futuros de Mercancías (CFTC) para los Estados Unidos. Sin embargo, creían que las normas de la CFTC eran insuficientes y presentaban algunas deficiencias en su clasificación de los operadores. Si bien la mayoría de los operadores consideraba que era necesario imponer límites a las posiciones, estimaban que estos eran ineficaces porque podían sortearse fácilmente. Por ejemplo, las posiciones podían repartirse entre centros de negociación o entre diferentes filiales del mismo grupo, las transacciones podían llevarse a cabo en el mercado extrabursátil y las entidades financieras podían adquirir empresas que comercian con productos físicos para lograr exenciones de algunas normas reguladoras. Aunque la mayoría de los encuestados acogió con satisfacción la Ley Dodd-Frank, lamentaron que no se hubieran aprobado reformas reguladoras similares al menos en los otros países del G-20.

Entrevistas con operadores financieros

Los operadores financieros entrevistados conformaban un grupo menos homogéneo que el de los operadores de productos físicos. Si bien sus experiencias y puntos de vistas eran muy distintos, la mayoría de ellos señalaron que utilizaban todos los instrumentos financieros disponibles y que operaban en los mercados tanto bursátiles como extrabursátiles según las necesidades de sus clientes. Dijeron que en la mayoría de los casos usaban estadísticas oficiales sobre las variables fundamentales de los mercados, en especial el del petróleo crudo. Un banquero de una importante institución financiera que operaba principalmente en el mercado del petróleo señaló que prestaba mucha más atención a los mercados financieros que a las variables fundamentales. Para él, la información más importante era el tipo de cambio del dólar estadounidense, “los sentimientos de los mercados de valores y de productos básicos” y los datos de la CFTC. Le preocupaba especialmente lo que pensara el mercado. Para el largo plazo, otras fuentes de información eran el crecimiento del PIB, el índice de gerentes de compras, los datos sobre el desempleo y otros indicadores económicos. Destacó que los inversores financieros tendían a fijarse en los datos financieros, aunque por lo general basaban sus decisiones en las variables fundamentales.

Las recientes inversiones en productos básicos se atribuyeron principalmente a la abundante liquidez disponible a causa de las políticas monetarias expansivas adoptadas por muchos países en los últimos dos años y a la rentabilidad relativamente escasa de otros activos. Los entrevistados creían que las actividades de los inversores financieros solo influían en los precios a corto plazo. Un gestor de activos dijo que los especuladores podían acaparar el mercado a corto plazo por su fuerte poder financiero, pero ninguno de los operadores financieros creía que los inversores financieros pudieran hacer subir los precios de los productos básicos a largo plazo.

En cuanto a la regulación, los operadores financieros entrevistados coincidieron en que era esencial aumentar la transparencia en los mercados de productos básicos y en que era fácil sortear los límites impuestos a las posiciones.

Entrevistas con corredores y consultores

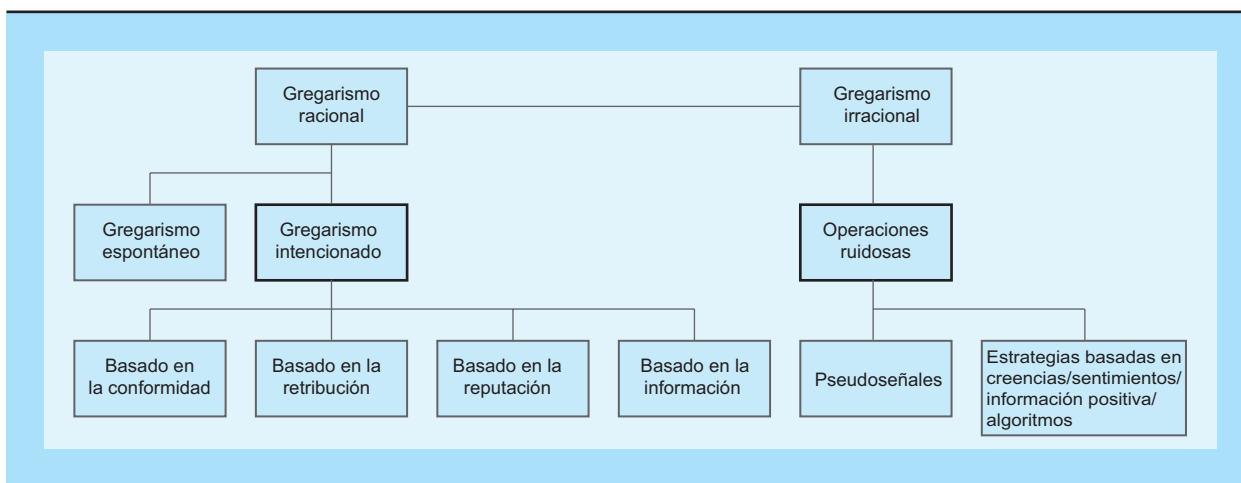
Los corredores y consultores entrevistados operaban cerca del mercado, aunque entre sus actividades económicas no solía incluirse la toma de posiciones. Observaron que los inversores financieros habían llegado a desempeñar un papel cada vez más importante en los mercados de productos básicos y que la reciente aparición de los fondos cotizados había hecho que se negociara con productos básicos del mismo modo que con acciones. Señalaron que una de las consecuencias de la presencia de inversores financieros en los mercados de productos básicos era el aumento de la volatilidad y de las divergencias entre los mercados al contado y los mercados de futuros; otra era el aumento de la correlación a corto plazo entre los mercados de productos básicos y otros mercados financieros.

En general, los participantes en el mercado de productos básicos coincidían en que: i) gracias a su fortaleza financiera, los inversores financieros podían mover los precios a corto plazo, lo que podía aumentar la volatilidad perjudicando a los mercados y apartando a los coberturistas con un interés en los productos básicos físicos de los mercados de derivados de productos básicos; ii) en el medio a largo plazo, los precios de los productos básicos venían determinados por las relaciones fundamentales entre la oferta y la demanda, pese a que el tipo de información utilizada por los participantes en el mercado sugería que la información de los mercados financieros era mucho más importante de lo que se solía reconocer para las decisiones operativas; iii) era preciso aumentar la transparencia de los mercados, en especial en Europa, donde había importantes deficiencias, pero también en el mercado extrabursátil de los Estados Unidos; y iv) debía procederse con cautela al introducir prohibiciones generales (por ejemplo, de la negociación de alta frecuencia) y límites sobre las posiciones, dado que era bastante difícil aplicar las regulaciones.

^a Véase información detallada sobre la metodología, la elección de los participantes y los cuestionarios utilizados en UNCTAD, 2011.

Gráfico 5.3

DIFERENTES TIPOS DE COMPORTAMIENTO GREGARIO



Fuente: Secretaría de la UNCTAD, a partir de Bikhchandani y Sharma, 2001; y Shleifer y Summers, 1990.

El gregarismo intencionado puede obedecer a cuatro motivos (Devenow y Welch, 1996; Bikhchandani y Sharma, 2001). En primer lugar, el gregarismo basado en la conformidad se refiere a una supuesta preferencia intrínseca de las personas por la conformidad. En segundo lugar, el gregarismo basado en la reputación hace referencia a la imitación que se produce cuando los operadores y sus empleadores no están seguros de la capacidad de los primeros (Scharfstein y Stein, 1990). Los operadores que dudan de su propia competencia no tomarán posiciones contrarias a las tomadas anteriormente por otros operadores, aunque su propia información les aconsejaría hacerlo. Así, al imitar a otros, esos operadores inseguros evitan que se les considere poco preparados si incurren en pérdidas al tomar posiciones contrarias a las de otros. Si la decisión común produce pérdidas, se atribuirá a un cambio en el sentimiento general del mercado y no a una apreciación o una actuación individual equivocada¹². En tercer lugar, el gregarismo basado en la retribución está estrechamente relacionado con el basado en la reputación. Se refiere a operadores que invierten en nombre de otros y cuyos sistemas de retribución y condiciones de empleo ofrecen

El gregarismo basado en la información es el mimetismo que se produce cuando los operadores del mercado creen que pueden obtener información observando el comportamiento de otros agentes.

incentivos que recompensan la imitación. Por ejemplo, los inversores reacios a asumir riesgos alinearán sus posiciones con determinadas carteras de referencia si su retribución aumenta cuando obtienen mejores resultados que esas carteras pero disminuye cuando sus resultados son peores. Las normas de retribución basadas en esas medidas de rendimiento relativo no solo pueden desencadenar un comportamiento gregario, sino que también pueden hacer que los inversores audaces corran riesgos excesivos.

En cuarto lugar, el gregarismo basado en la información es quizá el principal motivo del gregarismo intencionado. Es el mimetismo que se produce cuando los operadores 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 (Hirshleifer y Teoh, 2003). Como explicó Banerjee (1992), que llama a este efecto “externalidad gregaria”, el gregarismo basado en la información ejerce una influencia externa en los procesos de adopción de decisiones y provoca una toma de posiciones

que no se corresponde con la propia información del operador. 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 provocará una “cascada de información” (Bikhchandani, Hirshleifer y Welch, 1992) – un efecto de arrastre que acabará creando burbujas autosostenidas de los precios de los activos.

Es más probable que se produzcan cascadas de información cuando los participantes en el mercado no disponen de la misma información e ignoran la exactitud de la información de los demás. Los participantes en el mercado que consideran que su propia información es incompleta y aproximada tenderán a retrasar la adopción de una decisión y preferirán actuar solo cuando hayan podido hacer deducciones sobre la base de la actuación de otras personas supuestamente mejor informadas y más experimentadas. Esto significa que las tomas de posiciones de los inversores que deciden primero probablemente determinan la dirección que otros van a seguir y, por consiguiente, influyen de manera desproporcionada en las variaciones de los precios. Así ocurrirá incluso si las evaluaciones de los primeros inversores son equivocadas debido a una confianza excesiva o a motivos idiosincrásicos (como el reajuste de la composición de la cartera tras una variación de los precios en otros mercados de activos). También significa que un aumento del número de participantes en el mercado y del volumen de negociación no indica necesariamente que las transacciones del mercado se hayan basado en más información.

Las cascadas de información no se limitan a un mercado, pueden abarcar diferentes mercados de activos si sus precios están correlacionados. El gregarismo entre distintos mercados puede dar lugar a una correlación excesiva (es decir, un nivel de correlación entre los precios de los activos que sobrepasa la correlación existente entre sus variables fundamentales) (Cipriani y Guarino, 2008). Además, las cascadas de información y el gregarismo basado en la información pueden verse alterados o incluso

invertidos por una crisis notoria o por la publicación de información (Hirshleifer y Teoh, 2003). Ambos acontecimientos añaden nueva información al mercado. También permiten que los seguidores evalúen la exactitud de la información en la que supusieron que se habían basado los precursores, puesto que saben que la nueva información publicada es más exacta de lo que habían deducido de las actuaciones de los operadores que primero habían tomado posiciones. Esa nueva información pública puede consistir en hechos fáciles de observar (como fenómenos meteorológicos extremos que afectan a los cultivos) o en constataciones bien documentadas de organismos especializados¹³. No obstante, también puede consistir en boletines de

La velocidad con que disminuyen las oportunidades de obtener elevados rendimientos y los incentivos para adoptar un comportamiento gregario y la medida en que el gregarismo influye en los precios dependen del grado de incertidumbre.

recomendaciones publicados por bancos de inversión u otros analistas que basan esas recomendaciones en modelos de su exclusividad¹⁴. Ello significa que es imposible verificar las metodologías que permiten sacar esas conclusiones y, por lo tanto, su objetividad es cuestionable, lo que puede provocar escepticismo sobre la imparcialidad de dichas conclusiones. A menos que los bancos de inversión mantengan los

departamentos de investigación y negociación completamente separados entre sí, esas predicciones pueden ser perfectamente un intento de iniciar una nueva cascada de información y combinarse con la primera toma de posición de los analistas, cuya rentabilidad aumentará por la imitación de los demás.

Si el comportamiento gregario influye en los movimientos de los precios, los primeros en actuar serán los más beneficiados. La imitación de los seguidores será menos rentable cuanto más se retrase y más probable sea que la aparición de nueva información pública altere la cascada de información. La velocidad con que disminuyen las oportunidades de obtener elevados rendimientos y los incentivos para adoptar un comportamiento gregario y la medida en que el gregarismo influye en los precios dependen del grado de incertidumbre. Cuando resulta difícil distinguir entre los operadores no informados, que muestran un comportamiento gregario, y los operadores informados, los participantes en el mercado pueden creer, erróneamente, que la mayoría de los operadores disponen de

información exacta. La consiguiente confusión permite que el comportamiento gregario no basado en información influya de manera dramática en los precios y puede provocar la formación de burbujas y una volatilidad excesiva (Avery y Zemsky, 1998).

Esas situaciones se dan cuando se subestima el predominio de operaciones “ruidosas” no basadas en información, ya sea por falta de datos sobre la importancia relativa de las diferentes categorías de operadores, ya sea por la creencia errónea de que las operaciones realizadas por los arbitrajistas racionales compensarán de manera instantánea cualquier efecto en los precios de las operaciones no basadas en variables fundamentales, como se ve más adelante.

La persistencia de las desviaciones de los precios respecto de los valores fundamentales causadas por el gregarismo depende de la velocidad y la eficiencia del arbitraje. Una oportunidad de arbitraje ofrece la posibilidad de obtener rendimientos positivos sin riesgos. Se planteará esa posibilidad si los precios se apartan de los valores fundamentales o difieren en diversos mercados donde se negocian los mismos activos. Según la hipótesis del mercado eficiente, un arbitrajista detectará esa oportunidad inmediatamente, actuará en consecuencia y, por consiguiente, hará desaparecer esas diferencias de precios. Habida cuenta de que se supone que todas estas acciones tienen lugar instantáneamente, la noción de arbitraje ilimitado implica la ausencia de toda oportunidad de arbitraje. También implica que la toma de posiciones irracional que aparte los precios de los valores fundamentales no será rentable, por lo que quedará fuera del mercado. Así pues, desde la perspectiva de la hipótesis del mercado eficiente, la especulación debe ser estabilizadora (Friedman, 1953).

No obstante, existe un consenso generalizado en que hay límites al arbitraje (véase un estudio reciente en Gromb y Vayanos, 2010). Por ejemplo, es posible que los arbitrajistas racionales no puedan

corregir la distorsión de los precios, ya sea por aversión al riesgo (de Long y otros, 1990a) o por limitaciones de capital. Shleifer y Vishny (1997) afirman que los arbitrajistas pueden tener que utilizar el capital de otras personas. En tal caso, si el mercado

se mueve inicialmente contra los arbitrajistas, necesitarán declarar pérdidas intermedias. Ello hará que los inversores clientes de los arbitrajistas retiren parte de su dinero, lo que obligará a los arbitrajistas a liquidar sus posiciones a pérdida. Como los arbitrajistas saben que eso puede ocurrir,

solo aprovecharán parcialmente las posibilidades de arbitraje.

Además, incluso es posible que a los arbitrajistas racionales no les convenga contrarrestar las posiciones tomadas por inversores irracionales que siguen estrategias basadas en información positiva. Puede que, en cambio, deseen comprar y hacer subir el precio con motivo de algunas buenas noticias iniciales e incentivar así a los operadores que actúan sobre la base de información a comprar el activo de manera agresiva. La reacción de esos operadores permitirá a los arbitrajistas racionales vender sus posiciones con ganancias. Pero, de este modo, el arbitraje rentable también contribuye a la desviación de los precios respecto de las variables fundamentales y a la formación de burbujas de precios a corto plazo (de Long y otros, 1990b).

Las burbujas pueden incluso perdurar durante bastante tiempo. Ello puede ocurrir si una burbuja solo estalla cuando una masa suficiente de arbitrajistas ha vendido y los arbitrajistas racionales saben que siempre quedarán algunos

agentes que tienen exceso de confianza o siguen estrategias operativas oportunistas. Los arbitrajistas racionales que saben perfectamente bien que la burbuja acabará por estallar deben entonces sopesar el riesgo de sobrevalorar el número de operadores irracionales que quedan, lo que implicaría perder todas las plusvalías por salirse demasiado tarde, frente al de maximizar las ganancias alimentando la burbuja mientras siga aumentando para salir del

Existen límites al arbitraje para que puedan persistir las desviaciones de los precios respecto de los valores fundamentales.

Es posible que a los arbitrajistas racionales no les convenga contrarrestar las posiciones tomadas por inversores irracionales que siguen estrategias basadas en información positiva.

mercado justo antes de que estalle. La aparición de nueva información pública sobre las variables fundamentales del mercado permitiría a los arbitrajistas racionales sincronizar sus estrategias de salida y, por lo tanto, adelantaría el estallido de la burbuja (Abreu y Brunnermeier, 2003). Lo mismo cabe decir de la divulgación de datos que indiquen el verdadero número de “operadores irracionales” que quedan¹⁵.

En su conjunto, el análisis anterior muestra que los inversores financieros tienen diversos motivos, racionales o irracionales, para seguir las tendencias o realizar operaciones oportunistas, así como para limitar las operaciones de arbitraje. En consecuencia, los precios de los activos pueden desviarse respecto de los valores fundamentales, al menos durante un tiempo. El análisis también demuestra que el gregarismo puede ser muy perjudicial porque reduce el contenido de información de los precios y porque, al basarse solo en poca información, los niveles de precios existentes se vuelven muy sensibles a impactos aparentemente pequeños. Por consiguiente, los precios de los productos básicos corren el riesgo de ser objeto de burbujas especulativas, de desviarse respecto de los valores fundamentales y de mostrar una elevada volatilidad.

Es sumamente difícil realizar una evaluación empírica del comportamiento gregario. Resulta particularmente difícil probar modelos de gregarismo informativo cuando es necesario distinguir el gregarismo intencionado del gregarismo espontáneo (que refleja una reacción común y simultánea a noticias públicas). La observación de las transacciones y los precios del mercado no permite identificar los factores que determinan en última instancia las decisiones de los participantes en el mercado. Ello se debe a que las acciones no revelan el tipo de información privada o señales que reciben los agentes y motivan su toma de posiciones. En el caso de los mercados de productos básicos, este problema se ve agravado por el hecho de que los datos relativos a las transacciones del mercado solo se publican agregados y de forma relativamente espaciada y a menudo resulta difícil establecer

cuáles son las variables fundamentales y cómo deben medirse y cuantificarse. Así ocurre especialmente cuando se producen algunos acontecimientos importantes que pueden modificar las variables fundamentales de forma gradual pero permanente, como fenómenos relacionados con el cambio climático, preocupaciones por el agotamiento de las reservas de petróleo o aumentos de la demanda en los mercados emergentes.

No obstante, pese a esas dificultades, en algunos estudios se ha tratado de examinar el comportamiento gregario en los mercados de productos básicos. En principio, es posible examinar el seguimiento de tendencias y las operaciones oportunistas en los mercados de productos básicos comparando la toma de posiciones especulativas con las variaciones de los precios de días anteriores. Aparte de que sigue sin saberse cuáles son las categorías de operadores que cabe considerar apropiadamente como “especuladores”, los datos diarios sobre la toma de posiciones especulativas no se publican. Por tanto, utilizando datos confidenciales de la CFTC sobre las posiciones tomadas, Irwin y Yoshimaru (1999) a partir de datos correspondientes a 1988 y 1989, e Irwin y Holt (2005) a partir de datos correspondientes a 1994, encontraron indicios de que se habían adoptado estrategias operativas de seguimiento de tendencias u oportunistas, pero también constataron que dichas estrategias habían influido relativamente poco en los precios. Sin embargo, la información utilizada en esos estudios está anticuada y, por consiguiente, no permite determinar los efectos del comportamiento gregario durante los últimos años.

En un estudio reciente, Gilbert (2010a) utiliza datos relativos a siete productos básicos (aluminio, cobre, petróleo crudo, maíz, níquel, soja y trigo) y busca indicios de un comportamiento tendencial en el propio proceso de fijación de precios. A partir de datos mensuales correspondientes al período 2000-2009, el estudio encuentra una única burbuja de ocho meses de duración en el cobre (de febrero a octubre de 2006), y burbujas de un mes de duración en el aluminio (mayo de 2006) y el

El gregarismo puede ser muy perjudicial porque reduce el contenido de información de los precios y porque, al basarse solo en poca información, los niveles de precios existentes se vuelven muy sensibles a impactos aparentemente pequeños.

níquel (abril de 2007). Sobre la base de datos diarios correspondientes al período 2006-2008 sobre el petróleo crudo y los tres tipos de granos, y al período 2000-2008 sobre los metales no ferrosos, el estudio encuentra claros indicios de burbujas de precios en el comercio del cobre (2004, 2006 y 2008), pocos indicios en el caso del petróleo crudo (primer semestre de 2008), el níquel (enero a marzo de 2007) y la soja (principios de 2008) y claros indicios de que no hubo burbujas en el aluminio, el maíz y el trigo.

Más adelante, Gilbert (2010a) estima el efecto en los precios de la inversión basada en índices comparando la evolución real de los precios con la que habrían tenido de no haberse realizado la inversión en índices. Las evidencias indican que, en el caso del petróleo crudo, los inversores en índices contribuyeron a entre un 3% y un 10% del aumento de los precios en 2006 y 2007, pero que esa influencia llegó a ser de entre un 20% y un 25% en el primer semestre de 2008. Se estima que su repercusión en los precios de los cereales fue aproximadamente la mitad que en el caso del petróleo. Gilbert (2010a: 26, 28) concluye que durante el primer semestre de 2008 la inversión en índices generó una burbuja en los precios de los futuros de productos básicos y que, si bien en general no sería correcto afirmar que el aumento de los precios del petróleo, los metales y los cereales se debió a las inversiones en índices, esos inversores parecen haber amplificado los movimientos de precios impulsados por variables fundamentales. Sin embargo, Gilbert destaca que esas conclusiones deben interpretarse con cautela porque la identificación de burbujas puede ser sensible a la selección de la fecha inicial de la muestra¹⁶ y también porque una evolución explosiva de los precios puede obedecer más a una tendencia alcista de las variables fundamentales (es decir, a

un gregarismo espontáneo) que a la existencia de burbujas especulativas.

Phillips y Yu (2010), al examinar la migración de las burbujas de precios entre los mercados de valores, bonos, divisas y productos básicos (cacao, café, algodón, petróleo crudo, combustible para calefacción, platino y azúcar) desde mediados de los años noventa, encuentran una serie de burbujas de precios, cada una de ellas seguida de un desplome financiero. Muestran que, con el estallido de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en agosto de 2007, la inversión financiera pasó de los mercados inmobiliario e hipotecario de los Estados Unidos a algunos mercados de productos básicos y de divisas. La conciencia cada vez mayor de la gravedad de los efectos de la crisis financiera en la actividad económica real, tanto en los Estados Unidos como a nivel mundial, provocó el hundimiento general de los precios de los activos a mediados de 2008. En lo que respecta a los precios de los productos básicos, sus conclusiones indican la existencia de una burbuja en los precios del petróleo crudo entre marzo y julio de 2008, del combustible para calefacción entre marzo y agosto de 2008 y del platino entre enero y julio de 2008, mientras que no se detectaron burbujas en los precios del cacao, el café, el algodón y el azúcar. Esto corrobora la conclusión de Gilbert (2010a), cuya muestra de productos solo coincide con la de Phillips y Yu (2010) en el caso del petróleo crudo, respecto del cual constata la existencia de una burbuja de precios durante el primer semestre de 2008. Phillips y Yu (2010: 26) explican que las fases iniciales de las burbujas especulativas se caracterizan solo por unas pequeñas divergencias respecto de los valores fundamentales y, por lo tanto, son estadísticamente imperceptibles. Ello puede explicar por qué la fecha estimada de inicio de la burbuja de los precios del petróleo es algo posterior al comienzo observado del rápido aumento de los precios.

D. Mercados financierizados: influencia general sobre la evolución de los precios de los productos básicos

1. Posiciones de los operadores y precios de los productos básicos

En los mercados de productos básicos operan varias categorías de participantes. Esas categorías suelen clasificarse sobre la base de los informes acerca de las posiciones de los operadores publicados de forma anónima y resumida por la CFTC, que es la institución encargada de regular y supervisar el comercio de futuros de productos básicos en los Estados Unidos.

La CFTC distingue tres categorías principales de operadores¹⁷. Una de ellas se refiere a los participantes en el mercado que tienen un interés comercial en los productos básicos e incluye a los productores, comerciantes, elaboradores y usuarios. Las otras dos categorías se refieren a los inversores financieros e incluyen a los corredores de permutas, que pueden ser equiparados a los operadores de índices¹⁸, y los gestores de carteras. La categoría de gestor de carteras incluye una serie de inversores, como los fondos de cobertura y los inversores institucionales, que adoptan diferentes estrategias operativas sobre la base de variables macroeconómicas fundamentales, investigaciones detalladas sobre los productos básicos, operaciones algorítmicas o seguimientos

Hay una estrecha correlación entre la variación de los precios del petróleo y la de las posiciones de los gestores de carteras desde aproximadamente mediados de 2009.

de tendencias, así como de consideraciones financieras generales de diversificación de cartera. Por consiguiente, pueden ajustar su exposición en los mercados de productos básicos en función de las variaciones de los precios de los activos a fin de estabilizar la estructura de sus carteras.

La existencia de una relación entre la inversión financiera y la evolución de los precios de los productos básicos suele verse con escepticismo. Los aspectos más teóricos de la cuestión se abordan en el recuadro 5.2; las pruebas empíricas, que comparan la evolución de los precios con las posiciones financieras netas de diferentes categorías de operadores, ponen de manifiesto varios aspectos destacables (véanse los gráficos 5.4A a C sobre el maíz, el petróleo crudo y el cobre)¹⁹. En primer lugar, los participantes en el mercado que tienen un interés en productos básicos físicos (es decir, la categoría de los productores, comerciantes, elaboradores y usuarios) casi siempre toman posiciones netas en corto (es decir, son vendedores netos de contratos de futuros y opciones).

En segundo lugar, los inversores financieros casi siempre toman posiciones netas en largo (es decir, son compradores netos de contratos de futuros y opciones). En tercer lugar, la comparación apenas ofrece indicios de que exista una correlación *prolongada* entre las variaciones de los precios,

Recuadro 5.2

INTERRELACIÓN ENTRE LOS MERCADOS FÍSICOS Y FINANCIEROS^a

Los intentos de establecer un vínculo entre la inversión financiera y la evolución de los precios de los productos básicos suelen ser acogidos con escepticismo. Algunas críticas sugieren que el argumento de que la inversión financiera puede influir en los precios del mercado físico presenta “incoherencias lógicas”, ya que la inversión financiera solo afecta la actividad de los mercados de futuros y no a las transacciones de los mercados al contado.

Irwin, Sanders y Merrin (2009) y Sanders e Irwin (2010) han sintetizado algunos de los argumentos expuestos por los escépticos. El principal razonamiento de los escépticos es que los inversores financieros solo participan en operaciones financieras en los mercados de futuros. Por tanto, toda relación causal entre su toma de posiciones y los precios de los mercados físicos sería compleja y poco clara. En particular, afirman que los inversores financieros no mantienen existencias físicas ni contratos de futuros hasta su vencimiento, por lo que no participan en el proceso de entrega en el que, según los escépticos, se produce la formación de los precios. No obstante, como argumenta Gilbert (2010b: 409), en muchos mercados la formación de los precios en la entrega suele ser el mecanismo de último recurso, ya que la mayoría de las transacciones se ejecuta a precios de futuros referidos a los precios de los contratos de futuros más cercanos (es decir, los contratos con un vencimiento próximo). En el caso del maíz, la soja y el trigo, las constataciones empíricas de Hernández y Torero (2010) corroboran las conclusiones anteriores al indicar que muy a menudo las variaciones de los precios de los futuros provocan cambios en los precios al contado. En lo que respecta al petróleo crudo, la Agencia Internacional de la Energía (AIE, 2009: 107) describe cómo las prácticas operativas comunes hacen que el mercado de futuros determine el precio al que se realiza la entrega física. Además, puede que los propios inversores financieros no tengan existencias físicas, pero que sus inversiones hagan aumentar los precios de los contratos de futuros, lo que a su vez incentiva a otros a mantener existencias.

La observación de que durante la fuerte subida de los precios de los productos básicos de 2006-2008 no se produjo esa acumulación de existencias guarda relación con un segundo argumento expuesto por Krugman (2008) con respecto a los precios del petróleo. Según él, toda actividad especulativa que impulse los precios por encima de los niveles de equilibrio fundamentales provocará desequilibrios en el mercado y un exceso de oferta, lo que en última instancia dará lugar a una acumulación de existencias. Este razonamiento parece indicar que, dado que las existencias de petróleo declaradas no aumentaron, es imposible que la especulación contribuyera al aumento de los precios del petróleo registrado en 2008. Sin embargo, Khan (2009: 5) argumenta que los datos sobre las existencias de petróleo son manifiestamente escasos. La mayoría de los países no miembros de la OCDE, que representan casi la mitad de la demanda mundial de petróleo crudo e incluyen consumidores muy importantes como China, no facilitan datos sobre sus existencias de petróleo ni sobre el petróleo almacenado en tanques, lo que lleva a subestimar los datos facilitados por los países de la OCDE sobre sus existencias. Por consiguiente, no pueden sacarse conclusiones rotundas a partir de esos datos. Lo más fundamental es que puede que el argumento de Krugman tarde en confirmarse. Como también afirma Gilbert (2010b: 408), el aumento de la demanda de contratos de futuros tiende a provocar un aumento de los precios en los contratos de futuros a largo plazo, lo que a su vez incentiva la acumulación de existencias. No obstante, dada la muy escasa elasticidad-precio de la oferta de productos básicos a corto plazo, la curva de la oferta de existencias a corto plazo es casi vertical. En consecuencia, solo un aumento de los precios al

por una parte, y las posiciones en los índices del algodón y el maíz o las posiciones tomadas por los corredores de permutas en el cobre y el petróleo crudo, por otra. Si bien es evidente que hay períodos y productos básicos en que las posiciones y los precios evolucionaron a la par, en especial cuando se produjo el hundimiento de los precios en 2008 y ocasionalmente durante el anterior repunte de los precios, hay otros momentos en que las posiciones no aumentaron en períodos de rápida subida de los precios. Por ejemplo, en el mercado del trigo, ni los gestores de carteras ni los operadores de índices aumentaron sus posiciones durante el

apogeo de los precios registrado entre mediados de 2007 y el final del primer trimestre de 2008 (véase *TDR 2009*). En cambio, parece que hubo una correlación positiva entre las posiciones en el mercado y los precios del maíz durante el mismo período (gráfico 5.4A). En el mercado del petróleo, cuando los precios del petróleo aumentaron casi constantemente desde inicios de 2007 hasta el final del segundo trimestre de 2008, las posiciones de los gestores de carteras registraron una gran volatilidad (gráfico 5.4B). No obstante, todos los ejemplos del gráfico 5.4 indican alguna correlación *a corto plazo* entre las posiciones de los operadores de

Recuadro 5.2 (conclusión)

contado puede responder al aumento de la demanda. Con el tiempo, la producción y el consumo responderán a la subida de los precios, las existencias se acumularán gradualmente y los precios disminuirán. Entretanto, sin embargo, es muy posible que se forme una burbuja en los precios de los productos básicos.

En tercer lugar, Irwin, Sanders y Merrin (2009) y Sanders e Irwin (2010) sostienen que, incluso si los inversores financieros influyeran en los precios y abrieran una brecha entre los precios de mercado y los valores fundamentales, la oportunidad de arbitraje resultante haría que los operadores racionales operasen en contra de los inversores financieros mal informados y devolvieran los precios de mercado a los valores fundamentales. Sin embargo, como se ha dicho antes, existe un consenso generalizado en que hay límites al arbitraje.

La posibilidad de que incluso los operadores racionales puedan alimentar la formación de burbujas de precios a corto plazo también pone en cuestión un cuarto argumento planteado por Irwin, Sanders y Merrin (2009) y Sanders e Irwin (2010), a saber, que nada indica la existencia de una especulación excesiva. Al calcular el nivel adecuado de especulación en relación con las demandas de cobertura sobre la base de las posiciones tomadas por diferentes categorías de operadores, afirman que durante el período 2006-2008 el nivel de especulación en los mercados de futuros de productos básicos se encontraba dentro de la media histórica. Sin embargo, al determinar el nivel adecuado de especulación teniendo en cuenta únicamente el número de posiciones, en vez del tipo de información y las expectativas en que se basa la toma de esas posiciones, se ignora la posibilidad de que los valores fundamentales no sean siempre la única consideración, incluso para los especuladores racionales. Además, incluso sobre la base de esas comparaciones numéricas, Büyüksahin y Robe (2010: 15) concluyen que la especulación excesiva ha aumentado sustancialmente, desde cerca de un 11% en 2000 hasta entre un 40% y un 50% en 2008.

En quinto lugar, centrándose en las inversiones en índices, Irwin, Sanders y Merrin (2009) y Sanders e Irwin (2010) aducen que, si los inversores en índices de los mercados de futuros hubieran provocado la subida de los precios de los productos básicos, los precios de esos productos no incluidos en tales índices (como el mineral de hierro, la cebolla o el arroz) no deberían haber aumentado. Sin embargo, Tang y Xiong (2010) sugieren que diferentes mecanismos determinaron la subida de los precios de ambos grupos de productos básicos y que los productos incluidos en los índices se vieron afectados por los inversores financieros.

Por último, Irwin, Sanders y Merrin (2009) y Sanders e Irwin (2010) argumentan que si la inversión en índices afecta a los precios, esos efectos deberían ser uniformes en todos los mercados para el mismo tamaño relativo de posición y, según ellos, ese no es el caso. No obstante, los efectos comunes de la inversión en índices coinciden con las perturbaciones de la oferta y la demanda de un producto básico específico. Estas perturbaciones idiosincrásicas pueden contrarrestar o reforzar los efectos comunes, según las circunstancias de cada producto básico, y pueden hacerlo en distinto grado. Asimismo, el tamaño de las posiciones tomadas por los operadores de índices en un mercado concreto no depende del tamaño o la liquidez de ese mercado, sino más bien de la composición específica del índice que sigue el operador.

^a Texto basado en Mayer, 2011.

índices y los corredores de permutas, por un lado, y las variaciones de los precios, por otro, ya que los niveles máximos y los puntos de inflexión parecen haber tenido lugar aproximadamente en el mismo momento.

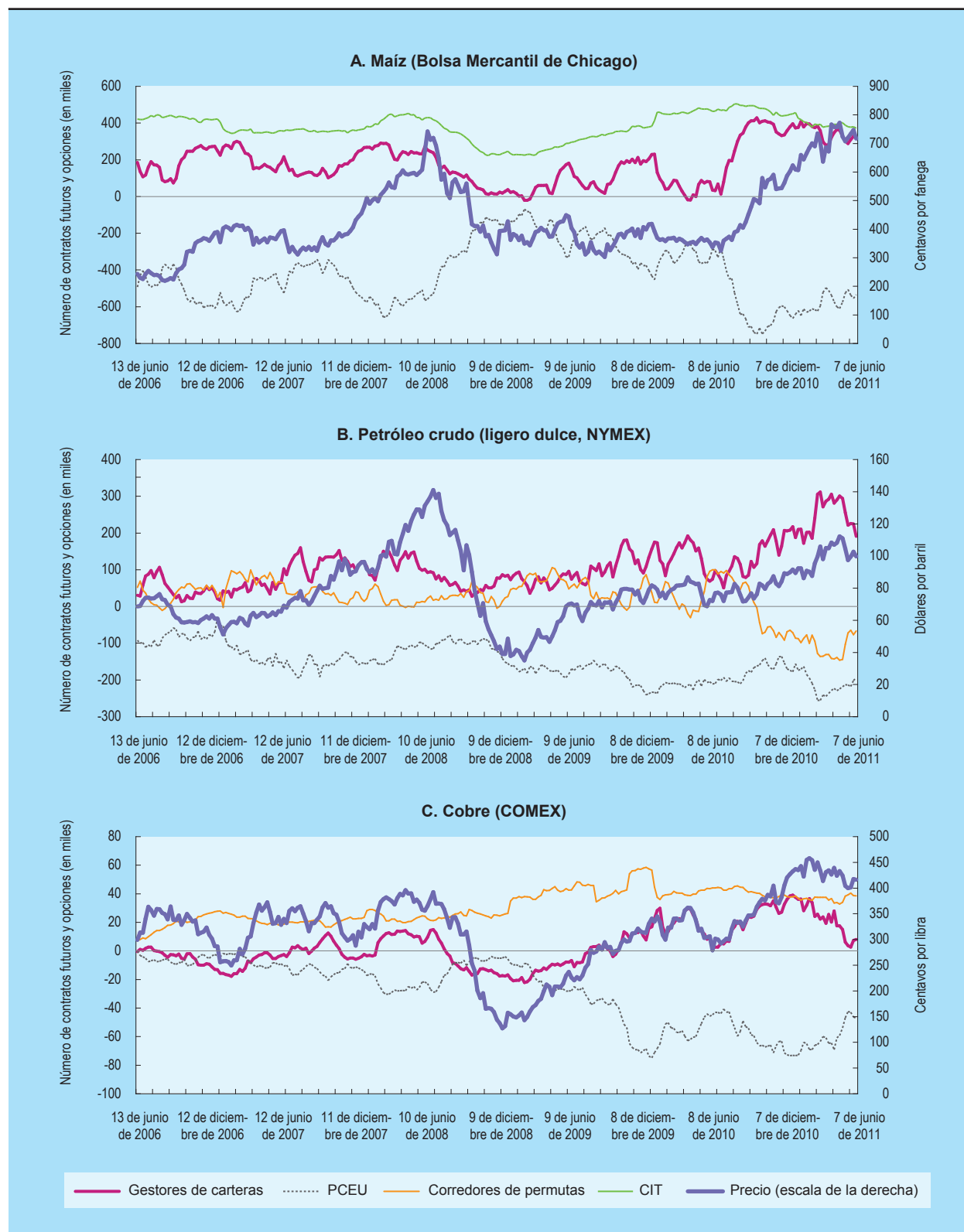
En cuarto lugar, ha habido una correlación bastante estrecha entre las posiciones de los gestores de carteras y los precios de los tres productos básicos que se muestran en el gráfico 5.4. Los altibajos de las posiciones netas tomadas por los gestores de carteras reflejan en gran medida los de los precios, en especial en el caso del cobre y el petróleo crudo,

pero también en el del maíz, incluso si se tienen en cuenta períodos de tiempo más largos.

En quinto lugar, y quizá más importante, hay una correlación especialmente estrecha entre la variación de los precios del petróleo y la de las posiciones de los gestores de carteras desde aproximadamente mediados de 2009 (gráfico 5.5), cuando los precios de los productos básicos parecieron haber dejado de disminuir y comenzaron a estabilizarse para iniciar luego una fuerte subida a mediados de 2010. Esta estrecha correlación se refleja en un coeficiente de correlación que llegó a ser de 0,82 en el

Gráfico 5.4

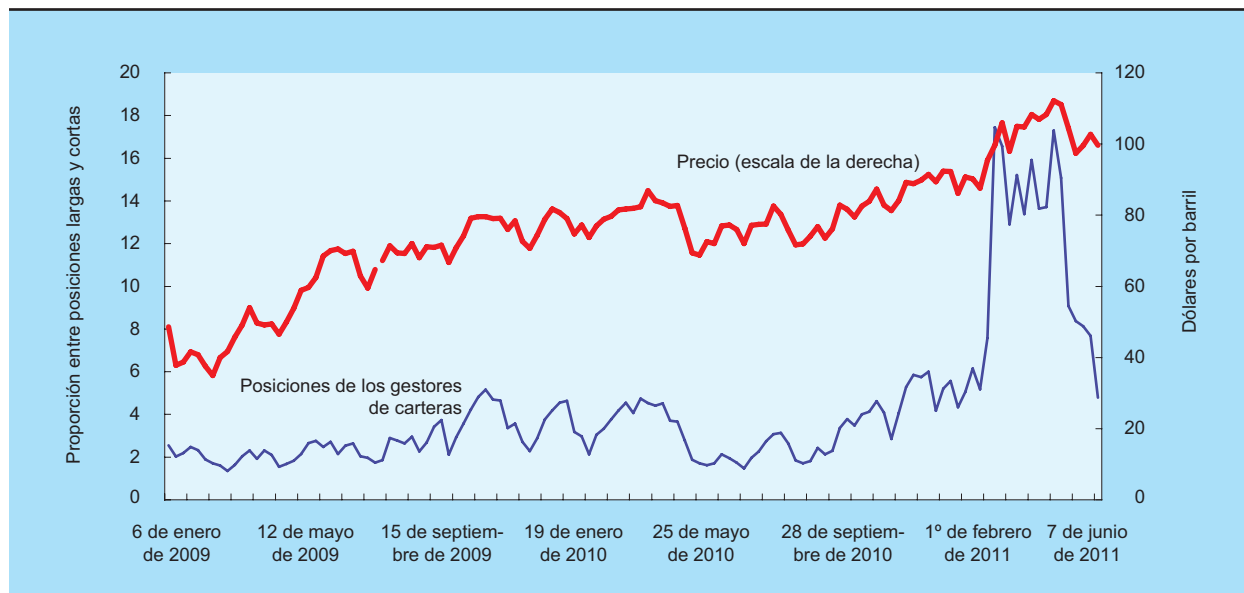
PRECIOS Y POSICIONES FINANCIERAS NETAS EN LARGO, POR CATEGORÍA DE OPERADOR, PARA DETERMINADOS PRODUCTOS BÁSICOS, JUNIO DE 2006 A JUNIO DE 2011



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de CFTC, *Commitment of Traders*; y Bloomberg.

Nota: CIT= operadores de índices de productos básicos, PCEU= productores, comerciantes, elaboradores y usuarios.

**POSICIONES DE LOS GESTORES DE CARTERAS Y PRECIOS DEL
PETRÓLEO CRUDO, ENERO DE 2009 A JUNIO DE 2011**



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de CFTC, *Commitment of Traders*; y Bloomberg.

caso del petróleo crudo durante el período comprendido entre julio de 2009 y junio de 2011 (e incluso de 0,87 entre diciembre de 2010 y junio de 2011). En la última semana de febrero de 2011, la proporción entre las posiciones largas y cortas²⁰ tomadas por los gestores de carteras se duplicó con creces, y después se produjo un aumento de los precios del petróleo de alrededor de 99 dólares por barril a cerca de 106 dólares por barril en la primera semana de marzo de 2011. Del mismo modo, en las dos primeras semanas de mayo de 2011, esa proporción entre las diversas posiciones de los gestores de carteras se redujo a prácticamente la mitad, al tiempo que los precios del petróleo disminuían de alrededor de 112 dólares por barril a aproximadamente 97 dólares por barril²¹. Si bien la secuencia de los hechos y la estrecha correlación entre las variaciones de las posiciones y de los precios indican una influencia de los gestores de carteras sobre los precios, es imposible comprobar de manera más formal en qué sentido va la causalidad debido a la brevedad del período en el que ocurrieron los cambios y al hecho de que los datos sobre las posiciones solo se publican semanalmente.

En el caso del cobre, la prolongada correlación existente entre las posiciones netas de los gestores de

carteras y los precios, que puede observarse durante gran parte del período transcurrido desde mediados de 2009, parece haberse interrumpido a finales de 2010 y principios de 2011, cuando los precios aumentaron fuertemente antes de estabilizarse a un nivel elevado mientras que las posiciones netas de los gestores de carteras se mantuvieron relativamente estables antes de caer abruptamente en mayo de 2011 (gráfico 5.4C). No obstante, hay indicios de que esa interrupción de la correlación se debió a la adopción por los gestores de carteras de una nueva forma de inversión en productos básicos que entraña el mantenimiento de existencias de cobre físico sin registrarlas en las estadísticas oficiales²². Algunas de esas existencias de cobre estaban depositadas en almacenes europeos pero no figuraban en el registro oficial de existencias de la Bolsa de Metales de Londres. Un gran número de esos almacenes han pasado a ser propiedad de bancos y sociedades de comercio exterior. Dado que en su totalidad o en parte esas existencias no están registradas oficialmente, los bancos tienen una ventaja informativa sobre otros participantes en el mercado con respecto al volumen “real” de las existencias. La propiedad de esos almacenes también permite a los bancos ocupar la mayor parte del espacio de almacenamiento disponible, de

manera que a los titulares de contratos de futuros que se enfrenten a una escasez de almacenes les resultará más difícil y costoso recibir la mercancía. En consecuencia, pueden preferir renovar los contratos que quizá tienen con el mismo banco que está restringiendo la oferta de almacenes disponibles.

Existen indicios similares que sugieren que algunas instituciones financieras importaron cobre en China para colocarlo en almacenes no registrados. Al parecer ese cobre fue luego utilizado como garantía para especular en otros mercados o para reexportarlo a países que contaban con almacenes autorizados por la Bolsa de Metales de Londres o, en el caso de algunas empresas chinas, para financiar el desarrollo de empresas. Según esas fuentes, la obtención de créditos bancarios utilizando el cobre como garantía es menos costosa que el endeudamiento convencional porque las medidas de restricción monetaria adoptadas por el Banco de China en ese momento solo afectaban al endeudamiento sin garantía²³. La retención de existencias físicas de cobre en almacenes en virtud de acuerdos de financiación señala una escasez de oferta y contribuye a sostener los precios, en especial cuando esas existencias no se registran en estadísticas oficiales. De ser ciertos estos hechos, podrían también explicar por qué las importaciones de cobre de China siguieron siendo elevadas incluso justo antes de que los precios alcanzaran su nivel máximo en febrero de 2011. Además, explicarían cómo los sistemas gestionados por inversores financieros pueden distorsionar datos que, en principio, solo deben reflejar variables fundamentales del mercado. Al hacerlo, esos sistemas hacen aún más difícil determinar los efectos que tienen sobre los precios los cambios en las variables fundamentales del mercado y en las inversiones financieras.

2. Influencia de los inversores financieros sobre los precios en diferentes mercados de activos

Como se ha mencionado anteriormente, los inversores financieros han tratado de diversificar sus carteras invirtiendo en productos básicos en el marco de una estrategia más amplia destinada a reducir su concentración en acciones, bonos y divisas. Este cambio de estrategia se basa en datos históricos que sugieren que una composición más amplia de

la cartera mejora sus resultados en cuanto a riesgo y rentabilidad. A partir de datos correspondientes al período 1959-2004, Gorton y Rouwenhorst (2006: 1) argumentan que “la prima de riesgo de los futuros de productos básicos es esencialmente la misma que la de las acciones, mientras que la rentabilidad de dichos futuros guarda una correlación negativa con la de las acciones y los bonos. Afirman que la correlación negativa entre los futuros de productos básicos y las otras clases de activos se debe, en gran parte, a su diferente comportamiento a lo largo del ciclo económico”²⁴.

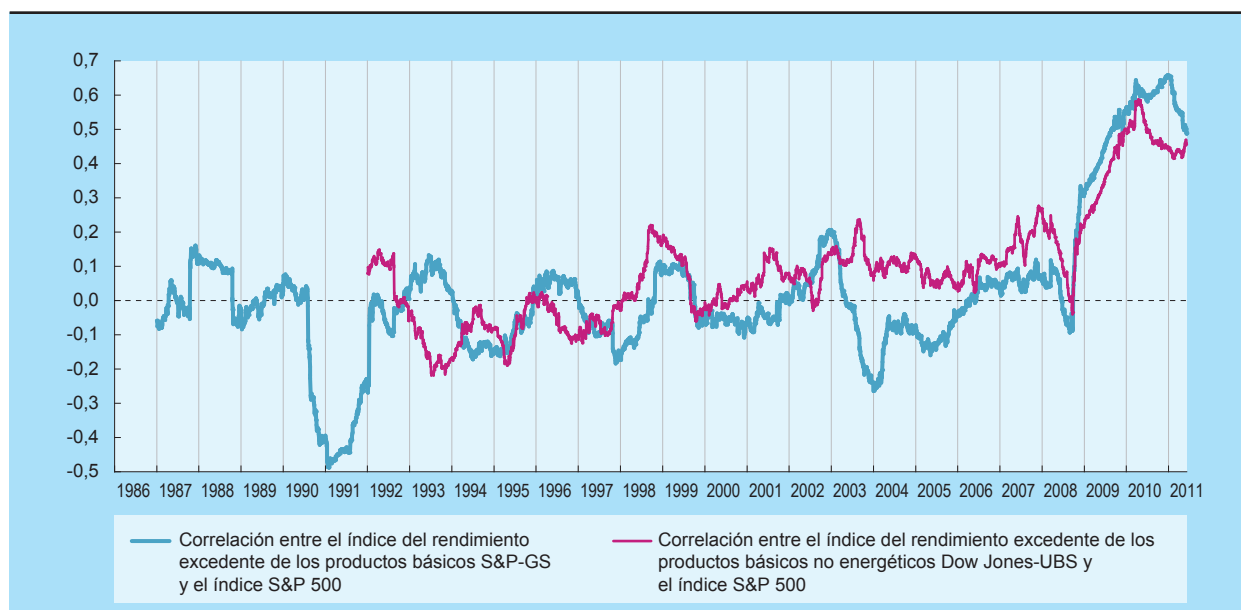
a) Evolución de los precios en los mercados de productos básicos y de valores

Las últimas informaciones sugieren que la incorporación de futuros de productos básicos a sus carteras ya no ayuda a los inversores a cubrirse frente los riesgos de los mercados de valores. El proceso de desapalancamiento que comenzó al inicio de la crisis actual a mediados de 2008 y afectó a todos los mercados de activos hizo que se estableciera una fuerte correlación positiva entre los rendimientos de los futuros de productos básicos y los de las inversiones accionarias (gráfico 5.6).

A la vista de los datos sobre la inversión generalizada en productos básicos reflejados en el gráfico 5.6, parece que esa correlación positiva solo surgió justo antes del inicio de la actual crisis financiera y no se acentuó hasta después de dicho inicio. No obstante, es bien sabido que los mayores beneficios de invertir en futuros de productos básicos se derivan de la diversificación, no solo entre diferentes categorías de productos básicos, sino también entre distintos productos (Erb y Harvey, 2006; Basu y Gavin, 2011). Dada la importante presencia de productos energéticos en el índice de productos básicos S&P GS (gráfico 5.6), es posible que la evolución de esa correlación durante los primeros años del decenio de 2000, y en especial sus fuertes cifras negativas de 2003, se viera muy influenciada por los acontecimientos ocurridos en los mercados energéticos, y en especial por la guerra del Iraq en 2003. Por tanto, resulta útil examinar la correlación entre el rendimiento de los futuros de productos básicos no energéticos y el de las inversiones accionarias. Esa correlación comenzó a aumentar ya a principios del decenio de 2000, mucho antes de

Gráfico 5.6

CORRELACIÓN ENTRE LOS ÍNDICES DE PRODUCTOS BÁSICOS Y DE VALORES, 1986-2011



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de Bloomberg.

Nota: Los datos reflejan la correlación diaria entre los rendimientos de los índices respectivos a lo largo de un año.

que estallara la crisis actual, como se refleja en el gráfico 5.6²⁵. Esta información corrobora las conclusiones de Tang y Xiong (2010) de que la introducción de las operaciones con índices provocó un aumento de la correlación existente entre los distintos productos básicos incluidos en un índice, reduciendo o incluso eliminando así las ventajas de la diversificación dentro del mismo fondo indexado (Basu y Gavin, 2011: 46). Pero también muestra que el proceso de despalancamiento asociado a la crisis implicó otro cambio y dio lugar a una correlación muy positiva entre los rendimientos de los futuros de productos básicos y los de las inversiones accionariales.

La correlación positiva entre los rendimientos de las inversiones en futuros de productos básicos y en acciones alcanzó su nivel máximo a finales de 2010 y principios de 2011. Esa correlación positiva se atribuye en gran medida a la segunda tanda de medidas de relajación monetaria puestas en marcha por la Reserva Federal de los Estados

Unidos en el tercer trimestre de 2010²⁶. Sobre la base de esta percepción, existe la amplia creencia de que un endurecimiento de la política monetaria de los Estados Unidos podría contribuir en gran medida a

aumentar los costos de financiación asociados a las inversiones financieras que han provocado una inflación de los precios de los activos en los mercados financieros. No obstante, el hecho de que haya habido dos cambios, y no uno, en la correlación entre los rendimientos de las inversiones en productos básicos y los de las inversiones

accionariales (como se muestra en el gráfico 5.6), indica que es posible que la relajación monetaria solo haya acentuado las correlaciones entre los distintos mercados. Del mismo modo, un endurecimiento de las condiciones monetarias simplemente habría eliminado la causa del segundo cambio en la correlación entre mercados, pero es poco probable que hubiera eliminado por completo la financiarización de los mercados de productos básicos para volver a situar las correlaciones entre mercados en el nivel que tenían a finales de los años noventa.

Es poco probable que un endurecimiento de las condiciones monetarias ponga fin a la financiarización de los mercados de productos básicos.

b) Los mercados de productos básicos y los ciclos económicos mundiales

Se sabe que el último descenso de la producción industrial mundial ha sido con mucho el peor ciclo bajista registrado en los últimos 35 años. La brusca disminución del 12% respecto del nivel máximo hace que, en comparación, las otras recesiones parezcan leves ralentizaciones (gráfico 5.7). Sin embargo, pese a la muy escasa utilización de las capacidades industriales mundiales a principios de 2009, la presión alcista sobre los precios en los mercados de productos básicos fue mucho más fuerte si se compara con posiciones similares en ciclos económicos anteriores —algo que los observadores suelen pasar por alto. El comportamiento de los mercados financieros en previsión de una recuperación parece haber influido desproporcionadamente en el episodio más reciente de inflación de los precios de los productos básicos.

La considerable influencia de los inversores financieros en los precios, que puede considerarse

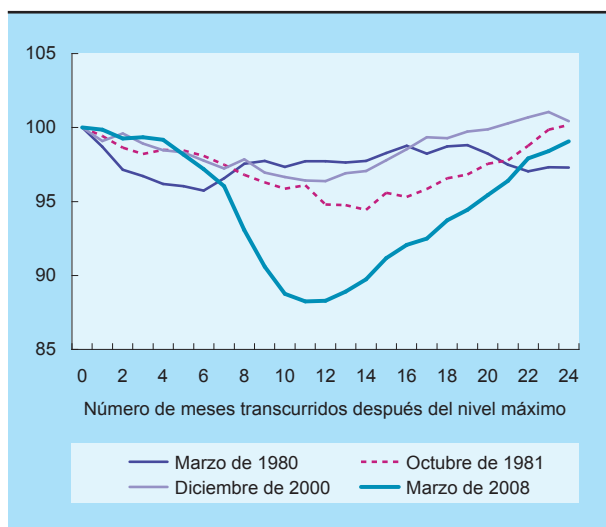
“la nueva norma de determinación de los precios de los productos básicos”, afecta profundamente al ciclo económico mundial. La inflación de los precios de los productos básicos impide la recuperación gradual en la medida en que provoca un endurecimiento prematuro de la política monetaria. De hecho, ha contribuido de manera importante al endurecimiento de las políticas monetarias de China y la India desde principios de 2010 y a la primera subida de los tipos de interés desde el inicio de la crisis por parte del Banco Central Europeo (BCE) en abril de 2011.

A fin de ilustrar esta “nueva norma”, resulta útil comparar cuatro ciclos económicos mundiales que han tenido lugar desde mediados de los años setenta²⁷. Cabe suponer que la actividad económica mundial se refleja en los datos mensuales sobre la producción industrial publicados por la Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos (CPB)²⁸. Los puntos más bajos de las recesiones pueden datarse aplicando el método propuesto por Bry y Boschan (1971) en BUSY, el programa informático de la Comisión Europea. Muestra cuatro recesiones durante el período 1975-2010, con niveles máximos en marzo de 1980, octubre de 1981, diciembre de 2000 y marzo de 2008, y los respectivos niveles mínimos en septiembre de 1980, diciembre de 1982, diciembre de 2001 y febrero de 2009. Para ilustrar la respuesta cíclica de los mercados financieros, los datos sobre la producción industrial fueron normalizados por sus respectivos niveles mínimos.

Gráfico 5.7

DINÁMICA DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL MUNDIAL DESPUÉS DE LOS NIVELES MÁXIMOS DE CUATRO CICLOS ECONÓMICOS

(Índices, nivel máximo = 100)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de datos de la CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis; y la OCDE.

Nota: Las fechas indicadas en la leyenda corresponden al nivel máximo de cada ciclo económico.

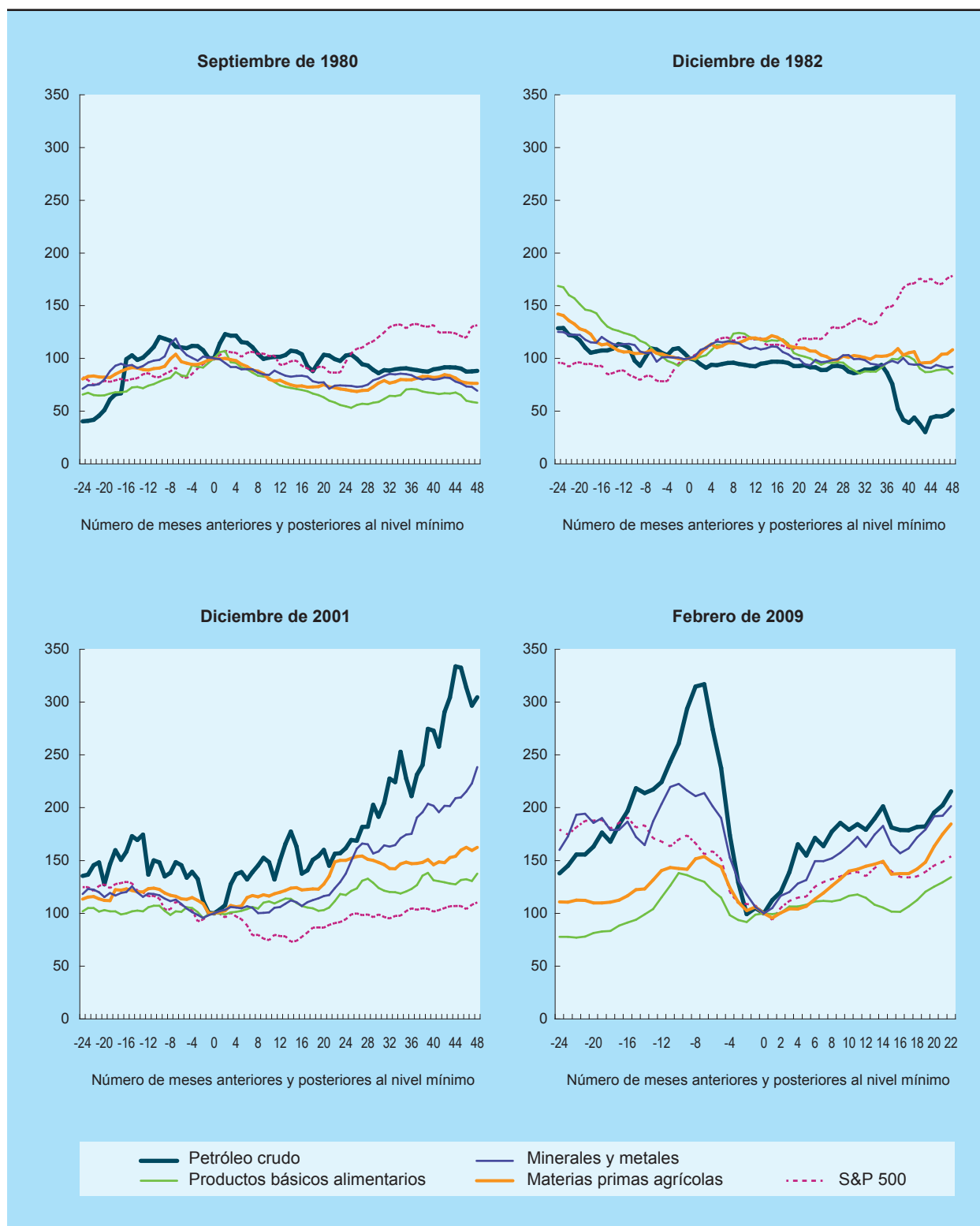
Una comparación entre los ciclos económicos muestra que los precios de los productos básicos y los de las acciones se movieron en direcciones opuestas durante los anteriores ciclos económicos indicados (gráfico 5.8). En cambio, ha habido una notable sincronización de los movimientos de ambos precios en el ciclo más reciente.

Esta conclusión corrobora los resultados obtenidos por el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2010: 31-33) en un estudio similar de las economías desarrolladas. Al interpretar los resultados, el FMI advierte del peligro de considerar que la mayor sincronización de los precios de los productos básicos y las acciones es un indicio de la financiarización de los mercados de productos básicos y afirma que, sin embargo, esa mayor sincronización de movimientos refleja probablemente la sensibilidad de ambos mercados a acontecimientos

Gráfico 5.8

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS Y LAS ACCIONES ANTES Y DESPUÉS DE LOS NIVELES MÍNIMOS DE DETERMINADOS CICLOS ECONÓMICOS

(Índice; nivel mínimo del ciclo económico = 100)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de Bloomberg; y UNCTADstat.

Nota: Las fechas corresponden a los niveles mínimos de cada ciclo económico.

económicos más generales (FMI, 2010: 33). No obstante, esa interpretación no tiene en cuenta el escaso nivel de utilización de la capacidad registrado tras la “Gran Recesión” de 2008 y 2009. En principio, la baja utilización de la capacidad implica un escaso nivel de utilización industrial de los productos básicos y, por consiguiente, un escaso nivel de demanda de productos básicos por sus mayores consumidores. En tales circunstancias, un aumento constante de los precios de los productos básicos, incluso anterior al repunte de los índices de los mercados de valores, parece deberse más a la previsión de una futura reactivación de la demanda que a un aumento real de esta. La explicación más plausible de ese comportamiento de los precios es la financiarización, que al final, en 2008, dio lugar a un desbordamiento de los precios de los productos básicos por encima y por debajo de sus niveles fundamentales.

El hecho de que la política monetaria reaccione a la presión sobre los precios derivada del aumento de los precios de los productos básicos, en vez de al estrangulamiento de la producción industrial, revela un 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 macroeconómica²⁹. Ello explica en gran medida la necesidad de una regulación más eficaz de los mercados de productos básicos para restablecer condiciones adecuadas para la emisión de buenas señales de precios y la asignación eficiente de los recursos en las modernas economías de mercado.

c) Evolución de los precios en los mercados de productos básicos y de divisas

La mayor correlación positiva entre los rendimientos de los futuros de productos básicos y los de las inversiones en otras clases de activos no

se limita a los mercados de valores; también parece haberse manifestado, tal vez incluso con más fuerza, en los mercados de divisas.

Es bien sabido que los precios de los productos básicos expresados en dólares suelen moverse en dirección opuesta al tipo de cambio del dólar. Ello se debe a que la disminución del valor del dólar

La reacción de la política monetaria a la presión sobre los precios derivada del aumento de los precios de los productos básicos revela un aspecto preocupante de los efectos de la financiarización que hasta el momento se había subestimado...

abarata los productos básicos en las regiones consumidoras que utilizan otras monedas, lo que incentiva el consumo, y reduce al mismo tiempo los ingresos de los productores de esas regiones, lo que desincentiva la producción (*TDR 2008*). Este mecanismo podría muy bien explicar en parte el aumento de la correlación negativa entre el índice del rendimiento excedente de los productos básicos S&P GS y el índice del tipo

de cambio del dólar, que comenzó a principios del decenio de 2000 (gráfico 5.9). De hecho, concuerda con el aumento de la demanda de productos básicos en las economías emergentes en un período de depreciación del dólar, como señalaron Tang y Xiong (2010: 11). Sin embargo, el carácter brusco y la considerable magnitud de este cambio, sumado al hecho de que ocurriera en 2002-2003 y de que se

produjera otro cambio similar tras estallar la crisis actual, sugiere que otros factores han contribuido a este fenómeno.

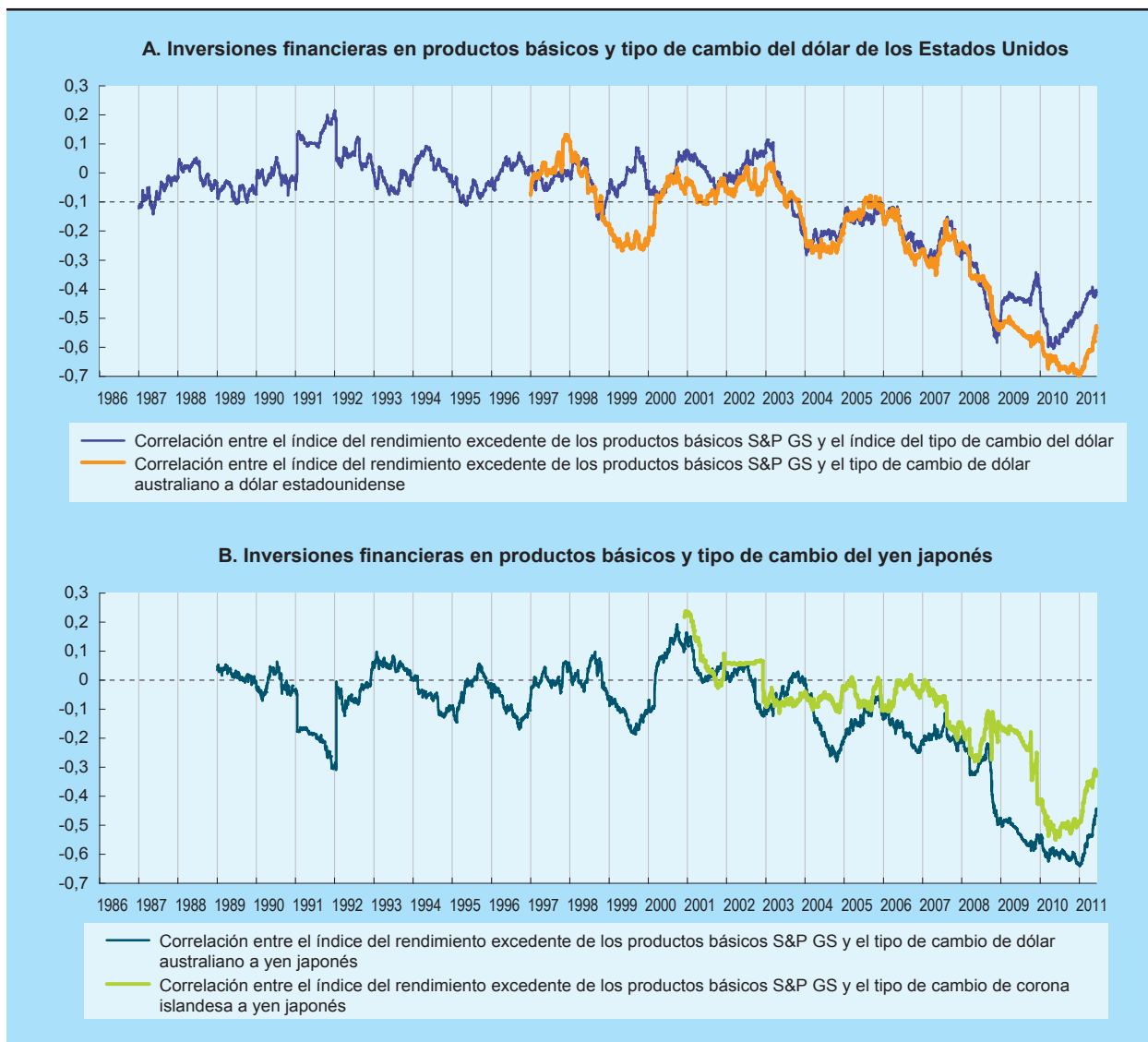
Otro factor es con casi toda probabilidad la utilización del dólar como moneda de financiación de la especulación de *carry-trade*³⁰. En 2002-2004

(es decir, cuando comenzó la financiarización del comercio de productos básicos), hubo un cambio sustancial en la correlación entre los rendimientos de los futuros de productos básicos y los tipos de cambio de los pares de divisas más utilizados por los especuladores de *carry-trade* (como se muestra en el gráfico 5.9 con respecto a varios pares de divisas). Esta correlación positiva aumentó notablemente justo antes de que los precios de los productos básicos alcanzaran su nivel máximo en 2008, llegó a ser bastante fuerte tras el inicio de la actual crisis, cuando hubo un proceso generalizado

... a saber, su capacidad de perjudicar a la economía real al enviar señales equivocadas para la gestión macroeconómica.

Gráfico 5.9

CORRELACIÓN ENTRE INVERSIONES FINANCIERAS EN PRODUCTOS BÁSICOS Y DETERMINADOS TIPOS DE CAMBIO, ENERO DE 1986 A JUNIO DE 2011



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de Bloomberg.

Nota: Los datos reflejan la correlación diaria entre los rendimientos a lo largo de un año.

de desapalancamiento respecto de diferentes clases de activos, y se vio aún más acentuada tras la adopción de la segunda tanda de medidas de relajación monetaria por la Reserva Federal de los Estados Unidos en el segundo semestre de 2010. No obstante, desde mayo de 2011, cuando la Reserva Federal anunció que no prorrogaría la segunda tanda de medidas más allá de junio, esas correlaciones han disminuido, regresando a los niveles anteriores a la relajación monetaria. Estos datos refuerzan el

argumento expuesto más arriba, según el cual los efectos de la eliminación gradual de las medidas de relajación monetaria adoptadas por los Estados Unidos en las correlaciones entre los rendimientos de las inversiones financieras en los distintos mercados simplemente hicieron que se regresara a la situación anterior al inicio de la crisis financiera pero es poco probable que hayan eliminado por completo los efectos que la financiarización del comercio de productos básicos tiene sobre los precios.

Tomados conjuntamente, los datos mostrados sobre los dos últimos decenios indican que, más allá de la importancia histórica de las consideraciones estratégicas de diversificación de la cartera, la búsqueda de mayores rendimientos ha motivado cada vez más las inversiones financieras en productos básicos. Dada la diversificación histórica y las características de cobertura de la inversión financiera en productos básicos, la búsqueda de mayores rendimientos mediante esa inversión puede haberse basado en la ilusión de que permitía maximizar los beneficios sin riesgo alguno. El reconocimiento de que tal vez se hayan sobreestimado las ventajas de la

inversión en productos básicos a efectos de la diversificación podría limitar las inversiones generalizadas en índices de productos básicos. Sin embargo, también podría aumentar el atractivo de unas inversiones más específicas, por ejemplo en índices limitados a categorías específicas de productos básicos o incluso a un determinado producto. El reciente aumento de la popularidad de los productos cotizados, muchos de los cuales se refieren a índices que reflejan los rendimientos de determinados productos básicos, puede indicar que los inversores financieros no están aún dispuestos a dar la espalda a los productos básicos como clase de activos.

E. Consideraciones y recomendaciones normativas

Durante el último decenio aproximadamente, la evolución de los precios de los productos básicos ha estado relacionada con cambios significativos en el equilibrio entre oferta y demanda. En el caso de muchos productos básicos, la demanda ha aumentado más rápido que la oferta provocando una reducción de las existencias, en especial de productos básicos alimentarios. En esa situación, un incremento repentino de la demanda o una importante escasez de oferta —o ambas cosas— desencadenará rápidamente un aumento significativo de los precios. Esto es particularmente importante en el caso de los productos básicos alimentarios debido a los efectos económicos y sociales inmediatos de las subidas de los precios de los alimentos en las poblaciones más vulnerables. Por tanto, es preciso establecer reservas de alimentos de emergencia o restablecerlas a un nivel adecuado para mitigar los efectos de la escasez temporal, y poder liberarlas rápidamente para proporcionar ayuda alimentaria de emergencia a las poblaciones más vulnerables en momentos de crisis alimentaria.

El incremento de la inversión privada y pública para aumentar la producción y la productividad es

un elemento fundamental de cualquier solución a largo plazo para restablecer el equilibrio entre oferta y demanda. Para ello será necesario aumentar la asistencia oficial para el desarrollo al sector agrícola de los países en desarrollo. Al mismo tiempo, es preciso ofrecer incentivos para aumentar la producción y la productividad, en particular en el sector de los productos básicos alimentarios de esos países. Los incentivos podrían consistir en reducir los obstáculos al comercio y adoptar medidas de ayuda interna en los países desarrollados.

Aparte de adoptar medidas de emergencia para ayudar a los más vulnerables y medidas a largo plazo para hacer frente a la excesiva volatilidad de los precios de los productos básicos en lo que respecta a la oferta, también es necesario encontrar la forma de conseguir que los mercados de productos básicos sean menos proclives a reaccionar de manera excesiva, por razones cada vez más imputables a la financiarización de esos mercados. Con ese fin, es preciso estudiar la manera de mejorar el funcionamiento de las bolsas de futuros y los mercados extrabursátiles 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. Por consiguiente, en esta sección se examina: i) la forma de mejorar la información y la transparencia en los mercados de productos básicos físicos; ii) la forma de mejorar la transparencia en las bolsas de futuros y los mercados extrabursátiles de productos básicos; iii) la necesidad de imponer una regulación más estricta a los inversores financieros; y iv) la necesidad de adoptar medidas más generales, incluidos programas destinados a impedir la formación de burbujas especulativas o deshincharlas.

1. **Aumento de la transparencia en los mercados de productos básicos físicos**

Una mayor transparencia de los mercados físicos permitiría proporcionar 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. La insuficiencia actual de ese tipo de información impide a los participantes no financieros determinar si la señal de un precio responde a una modificación de las variables fundamentales o a un acontecimiento ocurrido en los mercados financieros. Esta laguna también facilita la introducción deliberada de desinformación, como las previsiones de precios “basadas en investigaciones” de los grandes bancos que han tomado posiciones financieras en los mercados de productos básicos y, por tanto, podrían beneficiarse financieramente si dichas previsiones resultaran acertadas. En general, la disponibilidad de información de gran calidad, consolidada y oportuna sobre las relaciones fundamentales entre la oferta y la demanda en los mercados físicos reduciría la incertidumbre, y por

tanto el riesgo de que los participantes en el mercado adoptasen un comportamiento gregario.

Para aumentar la transparencia en los mercados físicos hace falta que mejore el diálogo entre productores y consumidores, así como la recopilación, el análisis y la difusión de datos. Los participantes en el mercado del petróleo cuentan con la base de datos mundial sobre petróleo JODI, que contiene datos sobre la producción, la demanda, el consumo y la producción de las refinerías, las importaciones y exportaciones, el nivel de las existencias al cierre del ejercicio y las variaciones de las existencias (véase también el recuadro 5.3). Si bien esta iniciativa ha mejorado enormemente la transparencia del mercado del petróleo, sigue habiendo algunas lagunas. Por ejemplo, los datos se publican mensualmente y, por lo tanto, no proporcionan información adecuada sobre acontecimientos recientes en los que se basan estrategias activas de inversión financiera. Y lo que quizás es aún más importante, la base de datos no incluye información sobre la capacidad sobrante. Como ha señalado Kaufmann (2011), fue la falta de información sobre la capacidad sobrante de los países productores de petróleo no pertenecientes a la OPEP la que causó la repentina ralentización de la tasa de crecimiento del suministro de petróleo crudo de esos países después de 2004, que cogió por sorpresa a los participantes en el mercado y provocó un brusco aumento de los precios del petróleo. La base de datos tampoco contiene información sobre el petróleo almacenado en cargueros, que suele pertenecer al sector privado, por lo que toda información al respecto es comercialmente sensible y no se divulga. La recopilación y publicación de esa información en forma agregada de manera que no se infrinja su carácter privado sería un importante paso para mejorar la transparencia y podría contribuir a impedir que se produjeran cambios bruscos en los precios a corto plazo.

Aparte de adoptar medidas de emergencia para ayudar a los más vulnerables y medidas a largo plazo para aumentar la inversión...

En el mercado físico de productos básicos agrícolas hay aún menos transparencia. Si bien se dispone de información de diversas fuentes, la capacidad de los países y las organizaciones internacionales para proporcionar datos y análisis coherentes, precisos y oportunos sobre los mercados

Recuadro 5.3

FUENTES DE INFORMACIÓN SOBRE LAS VARIABLES FUNDAMENTALES DE LOS MERCADOS DE PRODUCTOS BÁSICOS^a

Existen distintos tipos de información sobre los mercados de productos básicos: i) datos brutos de bases de datos sobre los precios, la producción, el consumo, las existencias y el comercio; ii) datos elaborados basados en análisis de las tendencias del mercado y en el seguimiento de la situación actual; y iii) previsiones o proyecciones de la evolución de las variables fundamentales del mercado a corto, medio y largo plazo. La frecuencia con que se publica esa información varía enormemente según la fuente de los datos y puede ser desde diaria hasta anual. No obstante, la mayor parte de la información publicada por fuentes oficiales se basa en datos mensuales.

Hay gran cantidad de información sobre los mercados de productos básicos físicos, pero no es fácil obtenerla de manera sistemática. Varias fuentes proporcionan la misma información, pero en diferentes formatos. Por tanto, hace falta tener tiempo y conocimientos especializados para determinar cuáles son las fuentes de información más útiles, pertinentes y fiables necesarias para un producto básico específico. Incluso cuando hay una sola fuente, la multiplicidad de información puede dificultar bastante el acceso a la información pertinente. Las fuentes de información pueden ser fuentes oficiales, como organizaciones internacionales y grupos de estudio, organizaciones especializadas en determinados productos básicos o grupos de productos, y gobiernos de países que tienen una importante participación en los mercados de productos básicos, como Australia y los Estados Unidos, o fuentes privadas. En muchos casos, la información, incluso cuando procede de fuentes oficiales, no está a disposición del público y solo puede obtenerse previo pago.

En el caso de los productos básicos agrícolas, la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO) es la principal fuente internacional de datos, análisis de mercados y seguimiento de las variables fundamentales del mercado. La FAO publica con diferente frecuencia datos sobre diversos productos básicos agrícolas, la mayoría de los cuales pueden consultarse en Internet en su portal sobre la Situación Alimentaria Mundial. Además, una fuente nacional, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos, es una de las fuentes de información más completas sobre los mercados mundiales de productos agrícolas. Su información es particularmente importante porque los Estados Unidos son uno de los principales productores de varios productos básicos agrícolas como el algodón, el maíz, el trigo y la soja. Por consiguiente, toda información sobre cambios en las estimaciones de los cultivos en ese país puede influir enormemente en los mercados mundiales. El Comité du Commerce des céréales, aliments du bétail, oléagineux, huile d'olive, huiles et graisses et agrofournitures (COCERAL) publica previsiones sobre los cultivos de cereales y semillas oleaginosas en los países de la Unión Europea.

En cuanto al petróleo crudo, la fuente más completa de datos sobre la producción, la demanda, el consumo y la producción de las refinerías, las importaciones y exportaciones, el nivel de las existencias al cierre del ejercicio y las variaciones de las existencias es la Joint Organisations Data Initiative (JODI). Esta iniciativa cuenta con siete organizaciones asociadas: la Agencia Internacional de la Energía (AIE), la División de Estadística de las Naciones Unidas, EUROSTAT, el Foro de Cooperación Económica de Asia y el Pacífico, el Foro Internacional de la Energía, la Organización Latinoamericana de Energía (OLADE) y la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), la Organización Latinoamericana de Energía (OLADE). Más de 90 países, que representan aproximadamente el 90% de la oferta y la demanda mundiales de petróleo, participan en la JODI. La base de datos mundial sobre petróleo de la JODI es pública y se actualiza mensualmente. Puede accederse a información sobre los principales países consumidores de energía a través del servicio en línea *Oil Market Report* de la AIE, que publica mensualmente una evaluación de la oferta, la demanda, las existencias, los precios y la actividad de las refinerías. En lo que respecta a la oferta, el *Monthly Oil Market Report* de la OPEP contiene información sobre importantes cuestiones relativas al mercado mundial del petróleo, las perspectivas de evolución del mercado de petróleo crudo para el próximo año y un análisis detallado de los principales hechos que afectan a las tendencias del mercado del petróleo con respecto a la demanda y oferta de petróleo y el equilibrio del mercado. A nivel nacional, la Energy Information Administration, de los Estados Unidos, publica con distinta periodicidad diversos datos y análisis sobre la situación en los mercados energéticos estadounidenses y mundiales. En el sector privado, el informe público y ampliamente utilizado *Statistical Review of World Energy*, elaborado por British Petroleum, ofrece datos objetivos sobre la energía, los mercados y las tendencias a nivel mundial. Además, Cambridge Energy Research Associates (IHS CERA) es uno de los principales asesores de diferentes clientes, entre los que se cuentan empresas energéticas internacionales, gobiernos, instituciones financieras y proveedores de tecnología. Proporciona conocimientos esenciales y análisis independientes sobre mercados energéticos, factores geopolíticos, tendencias de la industria y estrategias.

Platts es un importante proveedor mundial de información sobre energía y figura entre las principales fuentes de evaluación de precios de referencia en los mercados energéticos físicos. Argus publica toda una gama de informes con información empresarial, evaluaciones del mercado y estudios especiales sobre todos los aspectos de los mercados de la energía, el transporte y las emisiones. También ofrecen previsiones sobre productos básicos empresas especializadas en información sobre los mercados como la Economist Intelligence Unit, la Business Monitor International y la LMC International (productos básicos agrícolas). Asimismo, El grupo de trabajo sobre los productos básicos de la Association of European Business Cycle Institutes (AIECE) publica dos veces al año el informe *World Commodity Prices* con previsiones de precios para dos años. Este breve repaso muestra que hay numerosas fuentes de datos sobre las variables fundamentales de los mercados de productos básicos físicos. No obstante, existen algunas lagunas de información y hay muchos aspectos en que podría mejorarse la transparencia de esos mercados, como se señala en el texto principal.

^a Este recuadro se basa en Fajarnés, 2011.

agrícolas sigue siendo escasa. De hecho, los fenómenos meteorológicos extremos ocurridos tanto en 2007-2008 como en 2010 cogieron por sorpresa a la comunidad internacional. Es muy posible que el consiguiente aumento de la incertidumbre provocara subidas de precios infundadas y motivadas por el pánico, así como un incremento de la inversión especulativa que amplificó las subidas de precios.

Quizá la principal deficiencia del mercado físico de productos agrícolas en lo relativo a la transparencia sea la escasez de información sobre las existencias. Ello se debe a múltiples razones, siendo una de las principales que una proporción significativa de las existencias está en la actualidad en manos privadas, lo que hace que esa información sea comercialmente sensible. En consecuencia, los datos sobre existencias publicados por las organizaciones internacionales son datos residuales estimados sobre la producción, el consumo y el comercio. Un aumento de la cooperación internacional podría aumentar la transparencia al asegurar la disponibilidad pública de información fiable sobre las existencias mundiales. La base de datos sobre petróleo JODI podría servir de modelo para esa iniciativa, como se sugiere en la propuesta de sistema de información sobre los mercados de productos agrícolas planteada en el informe interinstitucional sobre la volatilidad de los precios de los productos agrícolas elaborado por la Presidencia francesa del G-20 (FAO y otros, 2011).

2. Aumento de la transparencia de los mercados de futuros y los mercados extrabursátiles de productos básicos

La capacidad de los reguladores para comprender lo que mueve los precios e intervenir de manera eficaz depende de su capacidad para comprender el mercado y reunir los datos necesarios. Sin embargo, en la actualidad no se dispone de datos completos, en particular sobre el comercio extrabursátil de derivados. Mientras que los operadores de los

mercados extrabursátiles se benefician de la información facilitada por los operadores de los mercados de futuros organizados para la formación de los precios, ellos no proporcionan información comparable.

Como se señala en el párrafo 13 de la declaración pronunciada por los líderes del G-20 en la Cumbre de Pittsburgh en septiembre de 2009, así como en las conclusiones del Grupo de trabajo del G-20 sobre los mercados de futuros de productos básicos (IOSCO, 2010), podría mejorarse la transparencia de los mercados extrabursátiles inscribiendo los contratos en un registro de operaciones (véase también el anexo al presente capítulo)³¹.

... también es necesario mejorar la transparencia de los mercados, imponer una regulación más estricta a los inversores financieros y estudiar el establecimiento de programas destinados a impedir la formación de burbujas especulativas o deshincharlas

Ello sería especialmente importante en el caso de los contratos ilíquidos no normalizados en que el riesgo de contraparte afecta a los usuarios finales de derivados que cubren el riesgo comercial asociado a los productos básicos. Si bien esos datos tendrían que mantener su confidencialidad, su notificación a los reguladores reduciría el riesgo de que se produjeran abusos en el mercado. Las normas propuestas por la Comisión Europea (CE, 2010), que,

entre otras cosas, exigen la compensación centralizada de los contratos normalizados, incluidos los relativos a fondos indexados, también contribuirían a aumentar la transparencia y reducir el riesgo de contraparte. Para que esa obligación pueda aplicarse a los contratos que se utilizan principalmente para especular, y no para cubrir los riesgos comerciales asociados a los productos básicos, deben quedar exentos de ella los contratos relativos a transacciones destinadas a liquidarse en especie³².

Hay bastante más información disponible sobre las operaciones de los mercados de futuros de productos básicos, en especial en los Estados Unidos (como se ve en UNCTAD, 2011), donde tiene lugar una proporción sustancial de esas operaciones. Sin embargo, en las bolsas europeas solo se dispone actualmente de información muy limitada sobre las operaciones bursátiles. Por consiguiente, la transparencia podría mejorarse considerablemente si las bolsas europeas obligaran a

presentar información y publicaran datos agregados sobre las posiciones similares a los contenidos en los informes semanales Commitment of Traders (COT) publicados por la CFTC. Además de esos datos agregados, deberían proporcionarse a las autoridades de supervisión de los mercados datos detallados sobre las transacciones realizadas en las bolsas, los mercados extrabursátiles y los mercados físicos conexos. Las autoridades de supervisión de los mercados de las distintas jurisdicciones deberían cooperar e intercambiar dicha información.

3. *Imposición de una regulación más estricta a los inversores financieros*

La regulación de las bolsas de productos básicos debe encontrar un equilibrio razonable entre imponer límites demasiado restrictivos a las tomas de posiciones especulativas y establecer una vigilancia y una regulación demasiado laxas. Una restricción excesiva podría afectar a las funciones de cobertura y de formación de precios de las bolsas de productos básicos. Por otra parte, si la vigilancia y la regulación no son suficientemente estrictas, los precios podrían apartarse de los niveles acordes con las condiciones fundamentales de la oferta y la demanda y, por lo tanto, las funciones básicas de las bolsas también se verían afectadas. No obstante, resulta cada vez más difícil encontrar una solución de compromiso. Los inversores financieros realizan cada vez más transacciones en mercados físicos (por ejemplo, adquiriendo existencias en almacenes o incluso tierras agrícolas) y los operadores físicos también están tomando posiciones financieras con mayor frecuencia, por lo que se están difuminando las diferencias entre ambos tipos de operadores.

La imposición de una regulación más estricta a los inversores financieros facilitaría la intervención de las autoridades reguladoras cuando detectaran irregularidades. Además, deberían adoptarse regulaciones similares para todos los mercados de productos básicos y todos los países a fin de evitar la migración hacia mercados con una regulación más favorable. En este sentido, es preciso equiparar las regulaciones aplicables a las principales bolsas de productos básicos europeas a las de los Estados Unidos, aunque ambas deben ser más estrictas.

El endurecimiento de la regulación podría llevarse a cabo mediante cuatro medidas:

- Una medida podría consistir en la imposición de límites a las posiciones tomadas por los distintos participantes en el mercado y a las tomadas por participantes en el mercado respecto del mismo producto básico pero en otros mercados³³. La cobertura del riesgo financiero no debe quedar exenta de los límites a las posiciones, como ocurre actualmente en los Estados Unidos, donde se exige a los corredores de permutas (y también a los fondos de productos básicos indexados) con respecto a las posiciones tomadas sobre algunos productos básicos agrícolas. La cuestión de los límites a las posiciones está siendo actualmente objeto de debate tanto en la UE (CE, 2010) como en los Estados Unidos (véanse detalles en el anexo del presente capítulo). Las medidas que regulan las posiciones en productos básicos energéticos, en especial las tomadas por fondos de cobertura, también afectan a los productos básicos agrícolas. Ello se debe a que se ha demostrado que los fondos de cobertura determinan la correlación entre los mercados de valores y de productos básicos y que los precios de los alimentos están cada vez más vinculados a los de la energía (Büyüksahin y Robe, 2010; Tang y Xiong, 2010). Sin embargo, dado que la actual insuficiencia de datos hace que sea difícil determinar cuáles serían los niveles apropiados de los límites a las posiciones, la imposición de esos límites puede tardar mucho tiempo. Como medida provisional, podría considerarse la posibilidad de establecer puntos de posición. Todo operador que alcance un determinado punto de posición estaría obligado a proporcionar más información, sobre cuya base los reguladores decidirían sobre la necesidad o no de intervenir (Chilton, 2011).

La imposición de límites a las posiciones en los mercados de futuros y los mercados extrabursátiles de productos básicos podría facilitar la contribución de los mercados de derivados a la formación de los precios, porque así no solo se limitaría el tamaño de las distintas posiciones financieras, sino que también se reduciría la concentración en los mercados garantizando una amplia participación en los mercados por diversos operadores con

fuentes de información supuestamente distintas y diferentes puntos de vista sobre los mercados. Por tanto, los límites a las posiciones aumentarían el contenido informativo de las operaciones.

Solo se impondrían límites a las posiciones de las empresas financieras, y no a las de los “coberturistas de buena fe” que son usuarios finales de contratos de derivados o que ofrecen esos contratos como instrumentos de gestión de riesgos a clientes que tienen una exposición física a los precios de los productos básicos en sus actividades empresariales. Para hacer esta distinción es necesario separar a los coberturistas de buena fe de los demás participantes en el mercado, lo que plantea serias dificultades³⁴. También suele aducirse que es relativamente fácil sortear los límites a las posiciones (véase el recuadro 5.2). Tal vez el mayor inconveniente de los límites a las posiciones es que es poco probable que funcionen cuando los operadores adoptan un comportamiento gregario. En tal caso, todos los operadores gregarios juntos, aunque ninguno por sí solo, podrían impulsar la formación de burbujas de precios. Así pues, solo los límites impuestos a las posiciones tomadas por determinadas categorías de participantes en los mercados (como los gestores de carteras) podrían solucionar este problema.

- Una segunda medida podría ser la aplicación de la norma de Volcker (que prohíbe a los bancos realizar transacciones por cuenta propia) a los mercados de productos básicos. En la actualidad, los bancos que participan en operaciones de cobertura de sus clientes cuentan con información privilegiada sobre el sentimiento de los mercados basado en criterios comerciales. Esto plantea un conflicto de intereses, ya que pueden utilizar esa información para apostar contra sus clientes. Además, su toma de posiciones puede transmitir señales erróneas a los otros participantes en el mercado y, dado el tamaño de algunos de esos bancos, desviar los precios de los

niveles que suelen determinar las variables fundamentales, además de provocar la volatilidad de los precios.

- En tercer lugar, podría aplicarse una norma similar a los operadores físicos, prohibiéndoles tomar posiciones financieras y apostar por resultados en los que pueden influir gracias a su fuerte posición económica en los mercados físicos³⁵.
- En cuarto lugar, podría establecerse un impuesto sobre las transacciones o la obligación de mantener una posición durante un período mínimo de tiempo (por ejemplo, unos pocos segundos) para ralentizar las actividades de los inversores financieros, en especial las asociadas a la negociación de alta frecuencia³⁶. Habida

cuenta de que los participantes en el mercado que realizan negociaciones de alta frecuencia suelen cerrar sus posiciones antes de que finalice la sesión de bolsa, no son una contraparte fiable para los coberturistas que buscan una transferencia del riesgo. Además, habida cuenta de que su toma de posiciones se basa más en la evolución de los

precios del mercado que en información sobre las variables fundamentales subyacentes, sus operaciones no añaden ninguna información. Por consiguiente, es dudoso que la negociación de alta frecuencia contribuya en forma alguna a las funciones tradicionales de formación de precios y transferencia de riesgos de los mercados de productos básicos, o que, de hecho, tenga alguna utilidad económica y social. La negociación de alta frecuencia ha sido objeto de considerable atención desde de que se afirmara que había provocado el llamado “flash crash” (desplome relámpago) de los mercados de valores de los Estados Unidos el 6 de mayo 2010. Algunos observadores también han culpado a ese tipo de negociación del aumento de la volatilidad de los precios en los mercados del azúcar entre noviembre de 2010 y febrero de 2011³⁷. La imposición generalizada de un impuesto sobre las transacciones o de la obligación de realizar depósitos en efectivo a todos los inversores financieros encarecería tanto más la toma de posiciones cuanto más

Solo se impondrían límites a las posiciones de las empresas financieras, y no a los usuarios finales de contratos de derivados.

apalancada estuviera (es decir, financiada con deuda). Por tanto, tendría efectos parecidos a los límites de las posiciones, pero también plantearía problemas de definición similares.

4. Programas para hacer frente a las burbujas especulativas

En el pasado solían utilizarse convenios internacionales de productos básicos que prevenían existencias reguladoras y/o controles de la oferta administrados internacionalmente para estabilizar los precios. La opinión generalizada es que estos mecanismos no lograron reducir la volatilidad de los precios. Ayudaron más a moderar los movimientos bajistas de los precios que las subidas. Cuando los precios suben, el organismo administrador de existencias reguladoras solo puede liberar en el mercado lo que haya adquirido anteriormente, y una vez agotadas sus existencias ya no hay forma de impedir los aumentos de precios. Principalmente por estas razones, los mecanismos internacionales de administración de reservas reguladoras desaparecieron o fueron sustituidos por acuerdos destinados sobre todo a suministrar información acerca de los mercados (Gilbert, 2011).

Uno de los principales problemas de todo mecanismo de estabilización de los precios es la dificultad de determinar un precio de equilibrio y establecer cuándo los precios de mercado se han apartado de su nivel de equilibrio. Por lo general se afirma que, dado que es imposible que un organismo de gestión de existencias reguladoras tenga más y mejor información que los participantes en el mercado, hay un alto riesgo de que las intervenciones en el mercado sean más perjudiciales que beneficiosas (véase, por ejemplo, Wright, 2009). El mecanismo virtual de mantenimiento de reservas e intervención propuesto por von Braun y Torero (2008) y Martins-Filho, Yao y Torero (2011) ofrece una posibilidad de evitar este problema³⁸. Estos autores proponen un modelo econométrico que determinaría el momento en que las variaciones de los precios observadas son anormalmente elevadas respecto

de un parámetro predefinido, como por ejemplo una probabilidad del 5% de que se produzca una variación de los precios de esa magnitud. Un hecho de este tipo señalaría una evolución anormal del mercado a los operadores y reguladores. Por tanto, no haría falta que el sistema definiera un precio de equilibrio. Los operadores pueden reaccionar ante esa señal, lo que haría innecesaria la intervención de las autoridades. Los autores sugieren que, si los operadores no reaccionaran para devolver la volatilidad de los precios a unos niveles normales, podría intervenir un comité técnico independiente tomando posiciones en corto en contratos de futuros (es decir, promesas de vender el producto básico a un precio específico en una fecha específica) a fin de reducir la volatilidad extrema de los precios. Al tener lugar esas intervenciones en los mercados de futuros y no en los mercados físicos, el organismo no incurriría en grandes gastos de almacenamiento³⁹.

Este mecanismo virtual de intervención propuesto requeriría el establecimiento de un nuevo instrumento técnico algo complicado, cuyo funcionamiento no sería muy diferente del de las coberturas complementarias impuestas de manera bastante rutinaria por las bolsas de productos básicos⁴⁰. En la Bolsa Mercantil de Chicago, por ejemplo, la dependencia de gestión de riesgos y fiscalización encargada de vigilar el mercado determina los porcentajes del precio que hay que pagar al contado basándose en factores cuantitativos, como el aumento de la volatilidad de los precios, y factores cualitativos, como la estacionalidad y las novedades pertinentes. La utilización de factores fáciles de observar, como la volatilidad de los precios por encima de límites predefinidos, hace que sea fácil predecir cualquier cambio en los porcentajes que hay que pagar al contado (es decir, las señales que las coberturas complementarias transmiten a los mercados son similares a las del mecanismo virtual de intervención). Aunque el establecimiento de porcentajes pagaderos al contado tiene por objeto garantizar que las bolsas dispongan de suficiente capital para cubrir eventuales pérdidas debidas a un impago por parte del operador, la modificación de esos porcentajes puede influir considerablemente en la toma de posiciones y en los precios. Por ejemplo, lo más probable es que la serie de aumentos de los

Los convenios internacionales de productos básicos no lograron reducir la volatilidad de los precios.

porcentajes pagaderos al contado en el caso de la plata y el petróleo contribuyera en gran medida a la corrección de los precios de los productos básicos registrada a principios de mayo de 2011.

Uno de los problemas de las coberturas complementarias es que el consiguiente aumento de los costos de negociación puede obligar a los pequeños operadores a cerrar sus posiciones, mientras que los operadores más importantes pueden estar en mejores condiciones de pagar y mantener al menos algunas de sus posiciones. Así, los pequeños usuarios comerciales pueden verse afectados de manera desproporcionada por las coberturas complementarias. Otro problema es que esas coberturas adoptan una perspectiva reguladora microprudencial: protegen a su respectivo mercado contra los impagos, pero no tienen en cuenta sus efectos en las posiciones y los precios, que pueden provocar una oleada de desapalancamiento y repercusiones indirectas en los mercados de activos⁴¹.

Este problema podría solucionarse si se encomendara a las autoridades de supervisión de los mercados que de manera ocasional intervinieran directamente en las operaciones bursátiles comprando o vendiendo contratos de derivados a fin de deshinchar las burbujas de precios⁴². 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 (por ejemplo debido a problemas de definición). También podría realizarse si se considerara que la posible utilización de coberturas complementarias (que tendrían que estar mejor coordinadas entre los distintos mercados) para hacer frente a las burbujas de precios afectaba muy negativamente a la participación de los pequeños usuarios comerciales de las bolsas de

Como último recurso para impedir la formación de burbujas especulativas o deshincharlas, podría encomendarse a las autoridades de supervisión de los mercados que de manera ocasional intervinieran directamente en las operaciones bursátiles comprando o vendiendo contratos de derivados.

productos básicos y planteaba el grave riesgo de tener repercusiones indirectas indeseadas. Si bien la intervención podría guiarse en su mayor parte por normas establecidas, y ser por tanto predecible, entrañaría necesariamente ciertas apreciaciones subjetivas. Ello es así porque una de las causas de la formación de burbujas en los precios de los productos básicos es la mayor influencia sobre los mercados de productos básicos de la evolución de otros mercados de activos debido a la financiarización del comercio de productos básicos, y porque las burbujas especulativas pueden formarse gradualmente, en vez de ser resultado de una subida de los precios repentina y fuera de lo común. Toda duda sobre la capacidad de las autoridades de supervisión de los mercados o

de los organismos gubernamentales para comprender y seguir los mercados carece de fundamento, ya que no hay razón para creer que su comprensión del mercado deba ser diferente de la de otros participantes; en los mercados proclives al comportamiento gregario todos tienen acceso a información similar, como se ha visto en la sección C *supra*. Al contrario que otros participantes en el mercado, esa autoridad u organismo intervector no tendría motivos para adoptar ninguno de los tipos de comportamiento gregario examinados en la sección C.2 *supra*. 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 fundamentales⁴³. Por consiguiente, como en el caso de los mercados de divisas, y más recientemente en los de bonos, las autoridades de supervisión de los mercados u otros organismos deberían poder realizar intervenciones específicas ocasionales en los mercados de activos actuando como creadores de mercado o como la institución que puede aplicar un tratamiento de choque cuando resulta evidente que el mercado ha reaccionado de manera excesiva. ■

Notas

- 1 El grado de elaboración de los bienes de consumo final también influye en la transmisión de precios. La falta de una infraestructura nacional y la carencia e ineficiencia generalizadas de las estructuras de mercado también pueden dificultar considerablemente la transmisión de precios debido a los elevados costos de transporte y de transacción.
- 2 Los derivados de productos básicos pueden ser contratos de futuros y opciones negociados en bolsas organizadas y contratos a término, opciones y permutas financieras negociados en mercados extrabursátiles. Un derivado es un activo financiero, por lo general un contrato entre dos o más partes, cuyo valor depende o se deriva de uno o más activos subyacentes, como un contrato de futuros de productos básicos o un índice de productos básicos.
- 3 Estas conclusiones empíricas eran contrarias a las de, por ejemplo, el FMI (2008), Kilian y Hicks (2009), Irwin y Sanders (2010) y Sanders e Irwin (2010), pero los estudios y análisis académicos más recientes apoyan cada vez más la idea de que los inversores financieros influyen en los precios de los productos básicos (véase, por ejemplo, Büyüksahin y Robe, 2010; Gilbert, 2010a; Tang y Xiong, 2010; Kaufmann, 2011; y Singleton, 2011).
- 4 Así lo demuestran los ejemplos frecuentemente citados de burbujas de precios de productos básicos creadas por inversores financieros, como la crisis de los tulipanes que tuvo lugar en Holanda en el decenio de 1630, la burbuja del Mississippi en Francia y la burbuja de la South Sea Company en Inglaterra a principios del siglo XVIII (Garber, 1990).
- 5 Véase un examen detallado de la evolución de las exenciones a los límites impuestos a las posiciones de los operadores con índices de productos básicos en Senado de los Estados Unidos, 2011: 82-83.
- 6 El monto hipotético es el valor del producto básico subyacente. Sin embargo, dado que los operadores de los mercados de derivados no poseen ni compran el producto básico subyacente, el valor hipotético es simplemente un punto de referencia basado en los precios subyacentes.
- 7 Véase un análisis más detallado en UNCTAD, 2011.
- 8 Son operadores ruidosos los inversores que deciden operaciones sin basarse en datos relativos a las variables fundamentales. Por lo general son inoportunos, siguen tendencias y reaccionan en exceso ante las buenas y malas noticias.
- 9 Hay numerosas pruebas experimentales de persistentes errores de juicio en la toma de decisiones (véase, por ejemplo, Ariely, 2010).
- 10 La negociación de alta frecuencia es un método tecnológicamente avanzado de realizar operaciones algorítmicas a una velocidad vertiginosa. A diferencia de otros tipos de operaciones algorítmicas, que se centran en niveles de precios y mantienen las posiciones durante un tiempo, los operadores de alta frecuencia tratan de beneficiarse de la volatilidad de los precios y suelen cerrar sus posiciones antes de que finalice la sesión de bolsa. La negociación de alta frecuencia ha sido objeto de una atención considerable desde de que se afirmara que había provocado el llamado “*flash crash*” (desplome relámpago) de los mercados de valores de los Estados Unidos el 6 de mayo de 2010. Algunos observadores también culparon a las operaciones algorítmicas del aumento de la volatilidad de los precios en los mercados del azúcar desde noviembre de 2010 (“High-speed trading blamed for sugar rises”, *Financial Times*, 8 de febrero de 2011).
- 11 Según la teoría de la inversión basada en la hipótesis del mercado eficiente, es imposible “ganarle al mercado” porque la eficiencia del mercado de valores hace que los precios actuales de las acciones siempre incorporen y reflejen toda la información pertinente. Con arreglo a esta teoría, las acciones siempre se negocian a su justo valor en las bolsas, lo que hace imposible que los inversores compren acciones por debajo de su valor o las vendan a precios inflados. Así, debería ser imposible superar los resultados

- globales del mercado siguiendo consejos de expertos sobre la selección de acciones o el momento de entrar en el mercado y la única forma de que un inversor pueda obtener una mayor rentabilidad es realizando inversiones más arriesgadas.
- 12 Se aplican mecanismos similares cuando los inversores siguen los consejos de analistas que dan una importancia excesiva a la información pública y no dan suficiente importancia a su propia información privada en sus mensajes. La conformidad con los mensajes de otros analistas hace aumentar la inversión en el activo recomendado y la correspondiente rentabilidad, lo que, a su vez, mejora la reputación de los analistas.
- 13 Una observación superficial parece indicar que los informes del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos sobre la producción ganadera y agrícola influyen considerablemente en los precios.
- 14 Las predicciones de precios pueden tener importantes repercusiones si provienen de una fuente reputada. Por ejemplo, Arjun Murti, analista de Goldman Sachs, adquirió una fama considerable entre 2004 y 2008 cuando sus predicciones sucesivas de unos precios del petróleo cada vez más altos se vieron confirmadas por la evolución del mercado. Según informaciones aparecidas en la prensa, otros inversores señalaron que tal vez los propios operadores de Goldman Sachs se estaban beneficiando de esas predicciones, pero el director ejecutivo del banco negó tales acusaciones (“An oracle of oil predicts \$200-a-barrel crude”, *New York Times*, 21 de mayo de 2008).
- 15 Si bien el “verdadero número” es necesariamente hipotético, la divulgación frecuente de datos desglosados sobre las posiciones adoptadas por las diferentes categorías de operadores en los mercados de futuros y los mercados extrabursátiles podría ser de utilidad en este contexto.
- 16 Phillips y Yu (2010) sugieren que ese problema puede resolverse utilizando un criterio basado en la información, en lugar del inicio de las series de datos, para determinar la fecha de la primera observación.
- 17 Solo se dispone de datos sobre estas categorías desde septiembre de 2009, cuando la CFTC comenzó a publicar los informes *Disaggregated Commitment of Traders* (DCOT). El análisis de la presente sección no tiene en cuenta los “operadores que no declaran” (es decir, los operadores más pequeños que no están obligados a declarar sus posiciones) ni los “otros operadores que declaran” (es decir, todos los operadores que declaran no incluidos en ninguna de las categorías mencionadas en el texto). Por lo general las posiciones de esta última categoría son insignificantes, pero a veces pueden ganar importancia, como ocurrió con el cacao, el algodón y la soja a principios de 2011. Véase un análisis más detallado de estas categorías de operadores y la evolución de la publicación de los datos sobre las posiciones por parte de la CFTC en UNCTAD, 2011: 18-19.
- 18 Esa equiparación es aproximada. De hecho, la categoría de operador de índices de los informes *Supplementary Commodity Index Traders* (CIT) no coincide con la categoría de corredor de permutas de los informes *Disaggregated Commitment of Traders* (DCOT). Ello se debe a que la categoría de corredor de permutas de los informes DCOT incluye a corredores de permutas que no tienen posiciones relacionadas con índices de productos básicos y que, por tanto, no están incluidos en la categoría de operador de índices de los informes CIT. Asimismo, la categoría de operador de índices de los informes CIT incluye fondos de pensiones y otros fondos de inversión que colocan sus inversiones en índices directamente en los mercados de futuros en lugar de hacerlo por conducto de un corredor de permutas; en los informes DCOT esos operadores aparecen clasificados como gestores de cartera u otros operadores que declaran (véase también Irwin y Sanders, 2010).
- 19 En aras de la simplicidad, esos gráficos solo muestran las posiciones netas de tres categorías de operadores. Todos los gráficos omiten la categoría de “otros operadores que declaran”. El gráfico sobre el maíz también omite la categoría de “corredor de permutas”, cuyas posiciones se corresponden en gran medida con las de los “operadores de índices de productos básicos”. Dado que no se dispone de datos sobre este tipo de operadores en los mercados del petróleo crudo, el gráfico correspondiente solo indica la categoría de corredor de permutas. Sin embargo, cabe señalar que, al contrario de lo que ocurre con los productos básicos agrícolas, en el caso de los productos básicos energéticos como el petróleo crudo, las posiciones tomadas por los corredores de permutas y los operadores de índices de productos básicos pueden ser muy diferentes. Ello se debe a que los corredores de permutas que operan en los mercados de productos agrícolas solo realizan pocas transacciones no relacionadas con inversiones en índices. Por otra parte, los corredores de permutas que operan en los mercados de productos energéticos realizan un número sustancial de transacciones no relacionadas con índices, que es la verdadera razón de que la CFTC haya excluido los productos básicos energéticos de sus informes CIT. La CFTC (2008) estima que, en 2007-2008, menos de la mitad de las posiciones largas de los corredores de permutas en futuros de petróleo crudo estaban vinculadas a posiciones en fondos indexados. Esto también puede explicar por qué las posiciones de los corredores de permutas en petróleo crudo han sido considerablemente más volátiles que las tomadas en productos básicos agrícolas.

- 20 Puede considerarse que una proporción elevada o en aumento entre posiciones largas y cortas es un indicio de gregarismo por parte de inversores que apuestan por una subida de los precios, ya que indica que una parte cada vez mayor de esos inversores está tomando posiciones largas. Dado que los mercados de petróleo crudo fueron muy líquidos entre febrero y mayo de 2011, los cambios observados en la proporción de las posiciones no pueden atribuirse a efectos estadísticos provocados por una baja participación en el mercado.
- 21 El breve repunte de los precios del petróleo durante la última semana de mayo vino precedido de la triplicación de la proporción entre las posiciones largas y cortas tomadas por los gestores de carteras en la Bolsa Intercontinental, que negocia un contrato de petróleo WTI similar al de la Bolsa de Mercancías de Nueva York (NYMEX) pero por lo general con un menor volumen de mercado.
- 22 Véase un buen resumen de estos indicios en “Bubble Trouble” del BBC World Service, en: <http://www.bbc.co.uk/programmes/p00gsmdd>. Pueden encontrarse otros ejemplos en el *Metals Insider* de Thomson Reuters, de 27 de abril de 2011, en: https://customers.reuters.com/community/newsletters/metals/MetalsInsider_20110427.pdf, así como en muchos *blogs* publicados en <http://ftalphaville.ft.com>.
- 23 El Gobierno de China endureció las normas aplicables a esas operaciones financieras en abril, lo que dio lugar a una disminución de las existencias y los precios del cobre, como puede verse en Weiss, “China and copper – A dangerous carry trade”, 16 de mayo de 2011, en: http://www.cnbc.com/id/43045324/China_and_Copper_A_Dangerous_Carry_Trade.
- 24 Como exponen con más detalle Basu y Gavin (2011: 44-46) sobre la base de nuevos datos empíricos, Gorton y Rouwenhorst (2006) solo constataron la existencia de una correlación negativa estadísticamente significativa entre la rentabilidad de las acciones y los futuros de productos básicos al tener en cuenta períodos más largos, por ejemplo de cinco años. Si se examinaban períodos más breves esa correlación era casi nula, y en períodos de hasta un año era negativa, pero no estadísticamente significativa.
- 25 Las pruebas estadísticas indican que la variación de la mediana de la correlación tras el estallido de la burbuja del mercado de valores en 2000 es muy significativa incluso si no se tiene en cuenta el período posterior a la crisis. Las pruebas son cualitativamente similares, aunque cuantitativamente menos concluyentes, si se utiliza el índice de productos básicos no energéticos S&P GS en lugar del índice de productos básicos no energéticos Dow Jones-UBS.
- 26 En un estudio econométrico reciente (Anzuini, Lombardo y Pagano, 2010) sobre los efectos de las condiciones monetarias en los precios de los productos básicos se examinaron tres vías directas (frente a vías indirectas como la demanda agregada mundial, la inflación prevista y la depreciación del dólar) por los que la disminución de los tipos de interés a corto plazo podía provocar un aumento de los precios de los productos básicos: i) un aumento de la demanda, ya que la disminución de los tipos de interés reduce los costos de oportunidad del mantenimiento de existencias; ii) una reducción de la oferta, puesto que la disminución de los tipos de interés reduce los incentivos a la extracción de recursos agotables; y iii) un aumento de las posiciones de los inversores financieros en los mercados de productos básicos, ya que la disminución de los tipos de interés reduce los gastos de mantenimiento (ocasionados, por ejemplo, por el apalancamiento) de las posiciones especulativas. Estos autores concluyeron que los efectos de la política monetaria en los precios de los productos básicos eran bastante limitados, aunque estadísticamente significativos (Anzuini, Lombardo y Pagano, 2010: 5). También constataron que, de las tres vías directas, las posiciones financieras eran con mucho las que más influían en los precios. No obstante, los autores no examinaron los efectos en los precios de las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas en 2010-2011, en especial por la Reserva Federal de los Estados Unidos. Esas medidas se caracterizaron por el mantenimiento de tipos de interés a corto plazo muy bajos y por una relajación de las condiciones monetarias y financieras, que se logró comunicando la intención de mantener bajos los tipos de interés oficiales y comprando activos financieros a gran escala. Es posible que esas políticas hayan aumentado las expectativas de inflación y reducido los tipos de interés a largo plazo. En consecuencia, quizás los efectos de la política monetaria adoptada después de la crisis en los precios de los productos básicos hayan sido algo más importantes. No obstante, de momento no se dispone de una evaluación cuantitativa de esos posibles efectos. Un estudio realizado por Kawamoto y otros (2011) se aproxima a tal evaluación cuantitativa. Partiendo del supuesto de que la relajación monetaria no convencional hacía que los inversores financieros se sintieran relativamente seguros de que no se produciría un aumento imprevisto de los tipos de interés en un futuro próximo, esos autores explican los efectos de la relajación monetaria no convencional en los precios de los productos básicos por el aumento del interés de los inversores financieros en asumir nuevos riesgos, que se refleja en una subida de los precios de los activos. En cuanto a las

- implicaciones de política económica, sin embargo, no parece apropiado utilizar la política monetaria como instrumento para contener esa “búsqueda de rendimientos” por parte de los inversores financieros. Quizá las medidas reguladoras —y programas más específicos como los examinados en la sección E del presente capítulo— sean instrumentos más apropiados para hacer frente a la posible formación de burbujas en los precios de los activos.
- 27 A principios de los años noventa, muchos países del mundo experimentaron recesiones, pero estas no fueron simultáneas. En Alemania, por ejemplo, el auge posterior a la reunificación retrasó el descenso cíclico. Por ese motivo, ninguna recesión puede considerarse realmente mundial.
- 28 Dado que esos datos mensuales no comenzaron a publicarse hasta 1991, para el período 1975-1991 se tomaron como base las tasas de crecimiento registradas en la información sobre producción industrial publicada por la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) sobre todos sus Estados miembros. La producción industrial de la OCDE y la producción industrial mundial muestran dinámicas bastante parecidas a principios de los años noventa —es decir, antes de que el fuerte crecimiento de las economías emergentes desestabilizara esa relación.
- 29 Cabe señalar que, aunque esa presión sobre los precios importada se basara en factores fundamentales, el endurecimiento de la política monetaria no sería la respuesta adecuada, ya que supondría reaccionar a un problema de la oferta con una política aplicable a la demanda.
- 30 La especulación de *carry-trade* es una estrategia en la que un inversor vende una moneda con un tipo de interés relativamente bajo (la llamada “moneda de financiación”) y utiliza los fondos obtenidos para comprar activos a corto plazo en una moneda distinta con un tipo de interés más alto.
- 31 Véanse detalles sobre la forma en que los Estados Unidos prevén regular esta cuestión en la Ley Dodd-Frank de 2010, art. 727 y 763, así como en Gensler, 2010.
- 32 Esas exenciones están previstas en el artículo 721 de la Ley Dodd-Frank de 2010.
- 33 En el proyecto de ley de lucha contra la especulación excesiva en los mercados energéticos de 2008, presentado por los Senadores Lieberman y Collins en el Senado de los Estados Unidos el 25 de julio de 2008, se proponía que los límites a las posiciones tomadas por los operadores en mercados de derivados de productos energéticos fueran generales en lugar de aplicarse a un mercado específico. No obstante, el proyecto de ley no contó con suficientes votos a favor para que sus patrocinadores pudieran pedir el cierre del debate para pasar a la votación (véanse detalles en: <http://ecip.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d110:SN03268:@@L&summ2=m&>). Como explica Greenberger (2009), los límites generales a las posiciones se aplicarían a la autoridad de supervisión de los mercados que se ocupa de controlar la negociación de futuros de productos físicos y los operadores sometidos a esa autoridad podrían operar con discrecionalidad dentro de esos límites en cualquier mercado de futuros, regulado o no, o mercado extrabursátil, de manera que el lugar de la negociación no sería pertinente a efectos de la regulación.
- 34 Quienes se oponen a limitar las posiciones suelen argumentar que los grandes inversores institucionales (como los fondos de pensiones que tradicionalmente han tomado amplias posiciones pasivas en índices) que no son coberturistas de buena fe aportan liquidez a los mercados y, por tanto, reducen la dependencia de los coberturistas de buena fe de los pequeños especuladores como contraparte que hace que la cobertura sea más difícil y costosa. Sin embargo, si bien en principio podría ser cierto que la presencia de operadores más numerosos e importantes facilitaría la búsqueda de una contraparte, la función de formación de precios de los mercados de derivados requiere que las posiciones se tomen sobre la base de las variables fundamentales del mercado, algo que no ocurre en el caso de los inversores institucionales, que suelen invertir en productos básicos por razones de diversificación de cartera.
- 35 Véase un ejemplo reciente en el caso de Glencore ampliamente debatido en los medios de comunicación, por ejemplo por Blas y Farchy, 2011.
- 36 La negociación de alta frecuencia es un método tecnológicamente avanzado para realizar operaciones algorítmicas a una velocidad vertiginosa.
- 37 Véase: *Financial Times*, “High-speed trading blamed for sugar rises”, 8 de febrero de 2011.
- 38 También se ha propuesto establecer un régimen impositivo de múltiples niveles para las transacciones en los mercados de derivados de productos básicos. Con arreglo a este sistema, se aplicaría un recargo gradual sobre las transacciones cuando los precios comenzaran a desviarse de la banda de precios definida sobre la base de las variables fundamentales del mercado de productos básicos (Nissanke, 2010).
- 39 No obstante, el organismo necesitaría fondos para comprar los contratos de futuros. Los autores proponen que esos fondos sean aportados por el grupo de países que participen en el programa virtual de mantenimiento de reservas e intervención.
- 40 Parte de este párrafo y el siguiente están basados en *The Wall Street Journal*, “CORRECT: Margin increases didn’t cause silver slide – CME Clearing Executive”, 6 de mayo de 2011, disponible en: <http://online.wsj.com/article/BT-CO-20110506-714080.html>; Pirrong, C., No margin for error, 9 de mayo

- de 2011, disponible en: <http://streetwiseprofessor.com/?p=5114>; y Leff, J. y Gibbons, R., "Analysis-Commodity price margins: Art, science or politics?", 12 de mayo de 2011, disponible en: <http://www.reuters.com/article/2011/05/12/us-exchange-margin-idUSTRE74B0N320110512>.
- 41 Otro problema es que los porcentajes del precio que hay que pagar al contado son establecidos por las bolsas, lo que significa que tanto el nivel de los porcentajes como el momento en que han de hacerse efectivas las coberturas complementarias puede variar según la bolsa. Esto puede crear incertidumbre entre los participantes en el mercado.
- 42 Probablemente el costo de esas intervenciones podría sufragarse fácilmente mediante el impuesto propuesto sobre las transacciones de alta frecuencia mencionado más arriba. Alternativamente, podrían imponerse exigencias de capital suplementarias a los inversores financieros, pero ello
- también plantearía problemas de definición en cuanto a la manera de distinguir entre los participantes en el mercado meramente comerciales y los financieros.
- 43 Para determinar el momento en que esa intervención ocasional debería realmente tener lugar, podría ser conveniente establecer otro paralelismo con las intervenciones en los mercados de divisas. Hace muchos años, Emminger (1982: 16-17), un expresidente del Deutsche Bundesbank del que difícilmente podría decirse que albergaba sentimientos contrarios al mercado, señaló que estaba totalmente de acuerdo en que las autoridades monetarias no tenían manera de saber con exactitud cuál era el tipo de cambio "correcto", pero que en la mayoría de los casos *podía saberse cuándo un tipo de cambio se desviaba mucho, tenía efectos desestabilizadores y distorsionadores y era probable que invirtiera su tendencia* (resaltado en el original).

Bibliografía

- Abreu, D. y Brunnermeier, M. K. (2003). Bubbles and crashes. *Econometrica*, 71(1): 173-204.
- AIE (Agencia Internacional de la Energía) (2009). *Medium-Term Oil Market Report*. Paris, OECD/IEA.
- Anzuini, A., Lombardo M. J. y Pagano, O. (2010). The impact of monetary policy shocks on commodity prices. Working Paper N° 1232, European Central Bank, Frankfurt, August.
- Ariely, D. (2010). *Predictably Irrational*. New York and London, Harper Perennial.
- Avery, A. y Zemsky, P. (1998). Multidimensional uncertainty and herd behaviour in financial markets. *American Economic Review*, 88(4): 724-748.
- Banerjee, A. (1992). A simple model of herd behaviour. *Quarterly Journal of Economics*, 107(3): 797-818.
- Barclays Capital (various issues). *The Commodity Investor: Commodities Research*, Barclays Bank PLC, London.
- Bargawi, H. (2009). Assessing the impact of commodity prices on producers in low-income countries. *Development Viewpoint*, 36, March.
- Basu, P. y Gavin, W. T. (2011). What explains the growth in commodity derivatives? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 93(1): 37-48.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. y Welch, I. (1992). A theory of fads, fashion, custom and cultural change as informational cascades. *Journal of Political Economy*, 100(5): 992-1026.
- Bikhchandani, S. y Sharma, S. (2001). Herd behaviour in financial markets. *IMF Staff Papers*, 47(3): 279-310, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Blas, J. y Farchy, J. (2011). Glencore reveals bet on grain price rise. *The Financial Times*, 24 April. Available at: <http://www.ft.com/cms/s/0/aea76c56-6ea5-11e0-a13b-00144feabdc0.html#axzz1KtsjV7En>.
- Bry, G. y Boschan, C. (1971). Cyclical analysis of time series: Selected procedures and computer programs. NBER Technical Paper 20, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Büyüksahin, B. y Robe, M. A. (2010). Speculators, commodities and cross-market linkages (unpublished). Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1707103.
- CFTC (2008). Staff report on commodity swap dealers & index traders with Commission recommendations, Washington, DC. Available at: <http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/file/cftcstaffreportonswapdealers09.pdf>.

- Chilton, B. (2011). Statement regarding position limits and interim position points, 4 January. Available at: <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/chiltonstatement010411.html>.
- Cipriani, M. y Guarino, A. (2008). Herd behaviour and contagion in financial markets. *The B.E. Journal of Theoretical Economics*, 8(1): Article 24.
- Comisión Europea (2010). Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. Document COM(2010) 484 final. Brussels, 15 September.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H. y Waldmann, R. J. (1990a). Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*, 98(4): 703-738.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H. y Waldmann, R. J. (1990b). Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation. *Journal of Finance*, 65(2): 379-395.
- Devenow, A. y Welch, I. (1996). Rational herding in financial economics. *European Economic Review*, 40(3-5): 603-615.
- Emminger, O. (1982). Exchange rate policy reconsidered. Occasional Paper 10, Group of Thirty, New York, NY.
- Erb, C. B. y Harvey, C. R. (2006). The strategic and tactical value of commodity futures. *Financial Analysts Journal*, 62(2): 69-97.
- Fajarnes, P. (2011). An overview of major sources of data and analyses relating to physical fundamentals in international commodity markets. *UNCTAD Discussion Paper N° 202*, UNCTAD, Geneva, June.
- FAO (2008). Crop prospects and food situation. Rome, April.
- FAO et al. (2011). *Price Volatility in Food and Agricultural Markets: Policy Responses*. Policy report including contributions by FAO, IFAD, IMF, OECD, UNCTAD, WFP, the World Bank, the WTO, IFPRI and the UN HLTF. Available at: http://www.unctad.org/en/docs/2011_G20_FoodPriceVolatility_en.pdf.
- FMI (2008). *Global Financial Stability Report*, Chapter I, Annex 1.2. Washington, DC.
- FMI (2010) *World Economic Outlook*, April. Washington, DC.
- Friedman, M. (1953). The case for flexible exchange rates. In: Friedman, M., *Essays in Positive Economics*. Chicago, University of Chicago Press.
- G20-G8 (2011). The Priorities of the French Presidency. Available at: <http://www.g20-g8.com/g8-g20/g20/english/home.9.html>.
- Garber, P. M. (1990). Famous first bubbles. *Journal of Economic Perspectives*, 4(2): 35-54.
- Gensler, G. (2010). Remarks before the ISDA Regional Conference, 16 September. Available at: <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opagensler-50.html>.
- Gilbert, C. L. (2010a). Speculative influences on commodity futures prices 2006-2008. *UNCTAD Discussion Paper N° 197*, UNCTAD, Geneva, March.
- Gilbert, C. L. (2010b). How to understand high food prices. *Journal of Agricultural Economics*, 61(2): 398-425.
- Gilbert, C. L. (2011). An assessment of international commodity agreements for commodity price stabilization. In: Prakash A, ed., *Safeguarding Food Security in Volatile Markets*, Rome, FAO: 231-257.
- Gorton, G., Hayashi, F. y Rouwenhorst, K. G. (2007). The fundamentals of commodity futures returns. NBER Working Paper N° 13249, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, July.
- Gorton, G. y Rouwenhorst, K. G. (2006). Facts and fantasies about commodity futures. NBER Working Paper N° 10595, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, March.
- Greenberger, M. (2009). Testimony on behalf of the Americans for Financial Reform before the Commodity Futures Trading Commission on Excessive Speculation: Position Limits and Exemptions, 5 August. Available at: http://www.michaelgreenberger.com/files/CFTC_AFR_Sign_On_Testimony_August_3.pdf.
- Gromb, D. y Vayanos, D. (2010). Limits of arbitrage. *Annual Review of Financial Economics*, 2: 251-275.
- Hernandez, M. y Torero, M. (2010). Examining the dynamic relationship between spot and future prices of agricultural commodities. IFPRI Discussion Paper 00988, International Food Policy Research Institute, Washington, DC, June.
- Hirshleifer, D. y Teoh, S. H. (2003). Herd behaviour and cascading in capital markets; a review and synthesis. *European Financial Management*, 9(1): 25-66.
- IOSCO (2010). Report to the G-20. N° OR08/10. Task Force on Commodity Futures Markets, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Madrid, November.
- Irwin, S. H., Sanders, D. R. y Merrin, R. P. (2009). Devil or angel? The role of speculation in the recent commodity boom (and bust). *Journal of Agricultural Applied Economics*, 41(2): 393-402.
- Irwin, S. H. y Holt, B. R. (2005). The effect of large hedge fund and 2CTA trading on futures market volatility. In: Gregoriou, G. N., Karavas, V. N., Lhabitant, F. S. and Rouah, F., eds., *Commodity Trading Advisors: Risk, Performance Analysis and Selection*, Hoboken, NJ, Wiley.
- Irwin, S. H. y Sanders, D. R. (2010). The impact of index and swap funds on commodity futures markets: Preliminary results. Working Paper N° 27, OECD Food, Agriculture and Fisheries, Paris.
- Irwin, S. H. y Yoshimaru, S. (1999). Managed futures, positive feedback trading, and futures price volatility. *The Journal of Futures Markets*, 19(7): 759-776.

- Kaufmann, R. K. (2011). The role of market fundamentals and speculation in recent price changes for crude oil. *Energy Policy*, 39(1): 105-115.
- Kawamoto, T., Kimura, T., Morishita, K. y Higashi, M. (2011). What has caused the surge in global commodity prices and strengthened cross-market linkage? Working Paper N° 11-E-3, Bank of Japan, Tokyo, May.
- Khan, M. S. (2009). The 2008 oil price “bubble”. Policy Brief 09/19, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, August.
- Kilian, L. y Hicks, B. (2009). Did unexpectedly strong economic growth cause the oil price shock of 2003-2008? Discussion Paper N° 7265, Centre for Economic Policy Research, London, January.
- Krugman, P. R. (2008) The oil nonbubble. *New York Times*, 12 May.
- Martins-Filho, C., Yao, F. y Torero, M. (2011). High order conditional quantile estimation based on nonparametric models of regression (unpublished). University of Colorado. Available at: [http://spot.colorado.edu/~martinsc/Research_files/martins-filho-et-al\(2011\).pdf](http://spot.colorado.edu/~martinsc/Research_files/martins-filho-et-al(2011).pdf).
- Mayer, J. (2011). The growing financialization of commodity markets: an empirical investigation (unpublished). Geneva, UNCTAD, March.
- Minot, N. (2010). Transmission of world food price changes to markets in sub-Saharan Africa. IFPRI Discussion Paper 1059, International Food Policy Research Institute, Washington, DC.
- Nissanke, M. (2010). Mitigating commodity-dependence trap in LDCs through global facilities (unpublished). London, School of Oriental and African Studies, University of London.
- Phillips, P. C. B. y Yu, J. (2010). Dating the timeline of financial bubbles during the subprime crisis. Cowles Foundation Discussion Paper N° 1770, Yale University, New Haven, CT, September.
- Robles, M. y Torero, M. (2009). Understanding the impact of high food prices in Latin America. *Economía*, 10(2):117-164.
- Sanders, D. R. e Irwin, S. H. (2010). A speculative bubble in commodity futures prices: cross-sectional evidence. *Agricultural Economics*, 41(1): 25-32.
- Scharfstein, D. y Stein, J. (1990). Herd behaviour and investment. *American Economic Review*, 80(3): 465-479.
- Shleifer, A. y Summers, L. H. (1990). The noise trader approach to finance. *Journal of Economic Perspectives*, 4(2): 19-33.
- Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1997). The limits of arbitrage. *Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- Singleton, K. (2011). Investor flows and the 2008 boom/bust in oil prices (unpublished). Palo Alto, CA, Graduate School of Business, Stanford University. Available at: <http://www.stanford.edu/~kenneths/>.
- Tang, K. y Xiong, W. (2010). Index investment and financialization of commodities. NBER Working Paper 16385, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, September.
- UNCTAD (2009). *The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies*. New York and Geneva, United Nations.
- UNCTAD (2011). *Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information*. New York and Geneva, United Nations, June.
- UNCTAD (TDR 2008). *Trade and Development Report, 2008. Commodity prices, capital flows and the financing of investment*. United Nations publications. Sales N° E.08.II.D.21, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2009). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the global crisis: Climate change mitigation and development*. United Nations publications, Sales N° E.09.II.D.16, New York and Geneva.
- United States Senate (2011). Executive summary: Excessive speculation in the wheat market. Permanent Subcommittee on Investigations. Originally published on 24 June 2009, reprinted in Institute for Agriculture and Trade Policy ed. (2011), *Excessive Speculation in Agricultural Commodities – Selected Writings from 2008-2011*. Minneapolis, MN, Institute for Agriculture and Trade Policy.
- von Braun, J. y Torero, M. (2008). Physical and virtual global food reserves to protect the poor and prevent market failure. Policy Brief 4, International Food Policy Research Institute, Washington, DC, June.
- Wright, B. (2009). International grain reserves and other instruments to address volatility in grain markets. Policy Research Working Paper N° 5028, World Bank, Washington, DC, August.

Anexo del capítulo V**REFORMA DE LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS DE PRODUCTOS BÁSICOS**

Los movimientos extremos que registraron los precios de los productos básicos al inicio de la crisis financiera en 2007-2008 suscitaron un intenso debate sobre la necesidad de modificar de manera adecuada las normas de los mercados de productos básicos y su aplicación. En particular, la magnitud del proceso de desapalancamiento que acompañó al hundimiento de los precios de los productos básicos en 2008 reflejó el grado de interrelación que habían alcanzado los precios de los mercados mundiales de activos, incluidos los de productos básicos, ya que las fluctuaciones de los precios de los activos son parte integrante de la exposición al riesgo de las instituciones financieras.

Las autoridades normativas y reguladoras reconocieron que la reforma de la regulación de los mercados de productos básicos debía inscribirse en el marco de unas reformas más generales de los mercados financieros. Las reformas tienen por objeto aumentar la transparencia y la eficacia de la regulación para la reducción de los riesgos financieros, así como mejorar la armonización de las normas aplicadas en diferentes jurisdicciones a fin de evitar el arbitraje regulator (es decir, el traslado de las actividades operativas a lugares en los que se considera que la regulación es menos restrictiva).

El presente anexo ofrece un breve panorama general de las propuestas de reforma elaboradas por órganos internacionales a los que se había encomendado tal tarea, así como por autoridades normativas y reguladoras de los Estados Unidos y la Unión Europea (donde están situados los principales

mercados de futuros de productos básicos). Estas propuestas se basan en el reconocimiento de que la utilización de complejos instrumentos derivados en entornos operativos frecuentemente opacos contribuyó en gran medida al estallido de la crisis y a su posterior propagación a los mercados de activos. En lo que respecta a los mercados de productos básicos, las tres principales reformas propuestas consisten en: i) aumentar la transparencia de la contratación de derivados; ii) extender la regulación de las bolsas a los mercados extrabursátiles; e iii) imponer límites al tamaño de las posiciones mantenidas por los participantes en el mercado.

No se trata en este caso de evaluar las diversas propuestas legislativas¹. No obstante, es evidente que su aplicación y observancia implicaría una modificación sustancial de las normas y prácticas del comercio de productos básicos. Lo más probable es que contribuiría a que la formación de los precios de los productos básicos fuese menos vulnerable a los efectos indebidos de las actividades de los inversores financieros. También permitiría abordar las preocupaciones a más largo plazo acerca de la transparencia del mercado, la volatilidad de los precios y el contagio de los mercados de activos provocado por la exposición al riesgo de los inversores financieros. No obstante, el tiempo que requieren las consultas con los participantes en el mercado a fin de redactar las normas y la importante financiación necesaria para ultimar y poner en marcha las reformas regulatoras propuestas pueden explicar por qué hasta la fecha solo se han promulgado o aplicado muy pocas, por no decir ninguna.

La agenda internacional

La agenda internacional para la reforma financiera incorporó varios puntos directamente centrados en los mercados financieros tras el estallido de la crisis financiera asiática en 1997-1998. Tras el inicio de la actual crisis financiera, la agenda se ha ampliado para incluir también otras cuestiones, como los productos básicos. En la reunión celebrada en Osaka en junio de 2008, los Ministros de Finanzas del G-8 expresaron preocupación por el funcionamiento de algunos mercados de derivados de productos básicos y pidieron que se examinara el funcionamiento y la regulación de dichos mercados². En respuesta, en septiembre de 2008 la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) estableció el grupo de trabajo sobre los mercados de futuros de productos básicos, presidido conjuntamente por la CFTC y la Financial Services Authority del Reino Unido. El grupo de trabajo ha dedicado una atención especial al petróleo debido a la preocupación expresada por los dirigentes del G-20 en sus reuniones de Pittsburgh (Estados Unidos) en septiembre de 2009 y Seúl (República de Corea) en noviembre de 2010 por la volatilidad que registraron los precios en los mercados energéticos en 2008³. En el comunicado del G-20 tras la reunión de Pittsburgh también se pidió que hubiera una compensación centralizada de todos los contratos normalizados de derivados extrabursátiles y que, según los casos, dichos contratos se negociaran en bolsas o en plataformas de negociación electrónica a más tardar a finales de 2012. En la declaración del G-20 tras la reunión de Seúl se pidió al Grupo de trabajo que rindiera informe a la Junta de Estabilidad Financiera a más tardar en abril de 2011 y formulara recomendaciones para mejorar la transparencia y el funcionamiento general de los mercados de derivados de productos

básicos. El G-20 también ha encomendado a la Junta de Estabilidad Financiera que coordine el diseño y la aplicación de los distintos aspectos de la agenda internacional para la reforma financiera y que estudie las próximas medidas que deben adoptarse⁴.

En su primer informe, publicado en marzo de 2009, el grupo de trabajo de la IOSCO: i) examinó los estudios existentes sobre la volatilidad de los precios y la inversión financiera en los mercados de productos básicos sin que nada le permitiera concluir que la actividad de los inversores financieros en los mercados de futuros de productos básicos ni de ninguna otra clase de inversores hubiese sido la única causa de la volatilidad de los mercados de productos básicos (IOSCO, 2011: 6); ii) recomendó vigilar más de cerca los mercados de derivados de productos básicos, dado que la formación de los precios en dichos mercados tenía una importancia fundamental para la economía mundial; y iii) reconociendo la complejidad y frecuente opacidad de los factores que determinan la formación de los precios en los mercados de derivados de productos básicos, pidió a los gobiernos que aumentaran la transparencia del comercio de productos básicos para permitir una comprensión más amplia de la interacción entre la participación financiera y la no financiera en los mercados de derivados de productos básicos y los mercados físicos correspondientes que afecta a la formación de los precios (IOSCO, 2011: 8).

En los informes posteriores a las cumbres del G-20 celebradas en septiembre de 2009 y junio y noviembre de 2010 se constató un elevado nivel de cumplimiento de las recomendaciones del informe de marzo de 2009 por parte de los miembros del grupo de trabajo. En su informe de noviembre de

2010, que se examinó en la cumbre del G-20 en Seúl, el grupo de trabajo también: i) señaló su intención de trabajar en la creación de un registro de operaciones para los contratos financieros de petróleo⁵; ii) solicitó que un organismo internacional de supervisión de los mercados energéticos examinara los efectos de las evaluaciones de los precios de los mercados al contado que se publicaban en los futuros de productos básicos conexos; iii) alentó la iniciativa de la Asociación Internacional de Swaps y Derivados de establecer un registro de operaciones con derivados extrabursátiles; y iv) pidió que se facilitara más información sobre los intereses pendientes agregados de las bolsas y más datos sobre los mercados físicos, en particular que se realizara un estudio más detallado de la influencia de las agencias que informan sobre los precios del petróleo.

En su informe de abril de 2011, la IOSCO (2011: 6) reconoció que los mercados de productos básicos podían atravesar períodos de considerable volatilidad y que era preciso mejorar

el funcionamiento de dichos mercados. Indicó que dejaría de centrarse exclusivamente en los mercados de derivados de petróleo para ocuparse también de los mercados de derivados de productos agrícolas. Trataría de formular recomendaciones normativas generales, teniendo en cuenta los aspectos específicos de los productos básicos, a fin de mejorar la supervisión de los mercados de derivados de productos básicos. Procuraría sobre todo presentar propuestas destinadas a mejorar la transparencia y la supervisión y, de ser necesario el control de los abusos en todos los mercados de productos básicos. La IOSCO (2011) alentó a otras organizaciones competentes a que trabajaran para aumentar la transparencia de los mercados físicos de productos básicos. El grupo de trabajo también recomendó que se le encomendara de forma permanente el estudio de los mercados de derivados de productos básicos. Tiene la intención de finalizar y presentar un conjunto de recomendaciones a los Ministros de Finanzas del G-20 en su reunión de octubre de 2011.

Iniciativas de regulación en los Estados Unidos

La Ley Dodd-Frank de reforma de Wall Street y protección del consumidor (Ley Dodd-Frank), promulgada el 21 de julio de 2010, es la regulación adoptada por los Estados Unidos en respuesta al colapso financiero de 2008. El objetivo general de la ley es aumentar la transparencia de los mercados y reducir el riesgo de impago sistémico. Amplía la regulación más allá de las bolsas de futuros para incluir las permutas al exigir de manera general: i) que las permutas sean objeto de compensación y sean negociadas en bolsas; y ii) que los corredores y principales participantes que operan con permutas estén sujetos a la obligación de establecer reservas de capital y coberturas complementarias (Greenberger, 2011: 152). La Ley Dodd-Frank se limita a las

permutas y sus disposiciones no se aplican a otros derivados como los contratos a término ni los contratos de futuros y opciones negociados en bolsas.

La principal sección de la Ley Dodd-Frank en la que se abordan los productos básicos es el título VII, que se ocupa de la regulación de los derivados extrabursátiles. Establece cuatro obligaciones principales, a saber: i) que todos los corredores de permutas y principales operadores de permutas se registren ante la autoridad reguladora competente; ii) que todas las operaciones normalizadas con permutas pasen por cámaras de compensación centralizadas; iii) que todas las permutas compensadas se negocien en una bolsa organizada o en

alguna plataforma de negociación regulada; y iv) que todas las operaciones con permutas compensadas y no compensadas se comuniquen en tiempo real a un registro de información sobre permutas o a la CFTC para que las autoridades reguladoras tengan información sobre la exposición al riesgo de las empresas y contrapartes. Antes de que una norma propuesta pueda adoptarse y aplicarse, es necesario definir con precisión muchos de los términos utilizados en las propuestas de regulación (véanse las principales definiciones en Gensler 2010). Una definición fundamental es la relativa a la exención del usuario final, por la que determinados usuarios de permutas quedarán exentos de la obligación de compensación⁶. Se establece que, para beneficiarse de la exención, los usuarios de permutas no deben ser entidades financieras, deben utilizar la permuta para cubrir o reducir el riesgo comercial y deben indicar a las autoridades reguladoras la forma en que pretenden satisfacer sus obligaciones financieras con respecto a las permutas no compensadas⁷.

Además de estos cuatro puntos, el título VII también prevé la fijación de límites a las posiciones tomadas en contratos individuales y de límites agregados a las posiciones tomadas en distintos mercados respecto del mismo producto básico subyacente⁸, así como la llamada “norma de exclusión” (*push-out*) y la norma de Volcker (Greenberger, 2011: 154-155). La norma de exclu-

sión prohíbe acceder a las reservas bancarias federales a los bancos que operen como corredores de permutas en transacciones con derivados de productos básicos. Así, alienta a los bancos a vender sus divisiones de permutas basadas en productos básicos. La norma de Volcker pretende limitar los riesgos asumidos por los bancos prohibiéndoles realizar operaciones por cuenta propia (es decir, operar en su propio beneficio en lugar de en nombre de sus clientes) o adquirir o retener un interés en fondos de cobertura o fondos de capital riesgo. Así, alienta a los bancos a trasladar esas actividades a otras entidades más pequeñas y con menos riesgo sistémico.

La Ley Dodd-Frank establece una serie de plazos para ultimar las nuevas normas con el objetivo general de completar el proceso normativo para julio de 2011. No obstante, se han incumplido varios plazos debido a la carga de trabajo a la que está sometido el personal de la CFTC a causa del inmenso número de normas que debe redactar y de observaciones sobre esos textos que debe examinar, así como de las dificultades para alcanzar un consenso sobre una amplia gama de cuestiones de regulación. En el momento en que se redactó el presente informe (principios de junio de 2011) estaba claro que no se cumpliría el calendario inicial y, en general, se consideraba poco probable que la ley propuesta pudiera aplicarse en su versión inicial.

Iniciativas de regulación en la Unión Europea

En la UE, la reforma del mercado de derivados extrabursátiles combina la introducción del Reglamento europeo sobre la infraestructura del mercado con la revisión de la Directiva sobre abuso del mercado y la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros. La UE también está estudiando la adopción de otras medidas en relación

con los mercados de derivados de productos básicos. El proceso de reforma ha dado lugar a la creación de la Autoridad Europea de Valores y Mercados a fin de garantizar la coherencia de las normas técnicas y la coordinación de la aplicación y el cumplimiento de las normas en todos los Estados miembros de la UE⁹.

Dado que las autoridades reguladoras de los Estados Unidos y la UE tratan de alcanzar una convergencia entre las regulaciones a fin de impedir el arbitraje regulador, las propuestas planteadas por la Comisión Europea (CE) son muy parecidas a las preparadas por la CFTC¹⁰. La propuesta de regulación de la negociación de derivados extrabursátiles presentada por la CE (CE, 2010) requiere que todas las permutas normalizadas sean compensadas por una cámara central, salvo en el caso de las permutas utilizadas por instituciones no financieras cuyas posiciones en derivados no sobrepasen un determinado umbral. También exige que todos los contratos de derivados extrabursátiles compensados y no compensados que sobrepasen un “umbral de información” se inscriban en un registro de operaciones. Los umbrales se determinan sobre la base de la importancia sistémica de las posiciones correspondientes. El principal objetivo de la revisión de la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros es aumentar la transparencia. Para ello se exigirá que los derivados se negocien en bolsas organizadas, cuando proceda, y se reforzará la supervisión de las posiciones, entre otras cosas mediante la posible introducción de límites a las posiciones para combatir la manipulación del mercado y la excesiva volatilidad de los precios. Como ha señalado la CE (2010), otra de las medidas aplicables a los derivados de productos básicos exigiría a todas las bolsas de derivados de productos básicos de la UE que comunicaran sus posiciones desglosadas por categoría de operador. Estas nuevas obligaciones de presentar información también se aplicarían a los derivados extrabursátiles cuyas posiciones agregadas ya habrían sido publicadas por los registros de operaciones¹¹. En su conjunto, las propuestas de la Ley Dodd-Frank y de la CE son similares en lo que respecta al establecimiento de registros de operaciones con marcos de información comunes, la negociación de contratos normalizados

de derivados extrabursátiles en bolsas reguladas y la compensación centralizada de los contratos normalizados de derivados extrabursátiles. Difieren en que, a diferencia de lo dispuesto en la Ley Dodd-Frank, las propuestas de la CE no incluyen una norma de exclusión ni la norma de Volcker¹².

Las propuestas de la CE fueron examinadas y modificadas por la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo, que aprobó el proyecto de reglamento el 24 de mayo de 2011. No obstante, sigue habiendo una serie de cuestiones polémicas sin resolver (por ejemplo, el tratamiento de los planes de pensiones¹³ y determinados aspectos de la información retroactiva que puede ser necesaria para cumplir las obligaciones de compensación). El proyecto de reglamento debía someterse a la aprobación del Parlamento Europeo en julio de 2011 a fin de proceder posteriormente a las negociaciones con los Estados miembros de la UE. Está previsto que la nueva normativa entre en vigor a principios de 2013.

En su conjunto, la agenda internacional de reformas y las iniciativas adoptadas en los Estados Unidos y la UE son principalmente una respuesta al hecho de que la crisis financiera comenzara en los países desarrollados y a las preocupaciones que suscitan los regímenes reguladores de esos países. Los países en desarrollo saldrían beneficiados del éxito de las reformas emprendidas por los países desarrollados, ya que los efectos transfronterizos de la crisis financiera repercutieron en el nivel de su actividad económica, los precios de los activos y los movimientos de capital. No obstante, también es probable que la crisis y las medidas reguladoras adoptadas posteriormente hayan modificado la actitud general hacia los costos y beneficios de la regulación, lo que podría influir en la formulación de las políticas y regulaciones financieras de todos los países, incluidos los países en desarrollo. ■

Notas

- 1 Véase una valoración de la Ley Dodd-Frank de los Estados Unidos en, por ejemplo, Adjemian y Plato, 2010; y de la revisión de la Directiva de la Comisión Europea relativa a los mercados de instrumentos financieros en, por ejemplo, Suppan, 2011.
- 2 Declaración de los Ministros de Finanzas del G-8 reunidos en Osaka (Japón), 14 de junio de 2008, disponible en: http://www.mof.go.jp/english/international_policy/convention/summit/cy2008/su080614.htm.
- 3 The G-20 Pittsburgh Communiqué is available at: http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf; the G-20 Seoul Declaration is available at: http://www.g20.org/Documents2010/11/seoulsummit_declaration.pdf.
- 4 La Junta de Estabilidad Financiera se estableció en abril de 2009 tras la cumbre del G-20 celebrada en Londres como ampliación del Foro sobre Estabilidad Financiera. Este último había sido fundado en 1999 por los Ministros de Finanzas y los Gobernadores de los Bancos Centrales del G-7. La ampliación conllevó, entre otras cosas, el aumento del número de miembros para incluir a diversos países en desarrollo (Arabia Saudita, Argentina, Brasil, China, Federación de Rusia, India, Indonesia, México, República de Corea, Sudáfrica y Turquía). La Junta de Estabilidad Financiera tiene el mandato de hacer frente a las vulnerabilidades y elaborar y aplicar fuertes políticas de regulación, supervisión y de otra índole en interés de la estabilidad financiera. Su secretaría está en Basilea (Suiza), en el Banco de Pagos Internacionales. Puede encontrarse más información en el sitio web de la Junta: financialstabilityboard.org.
- 5 Los registros de operaciones permiten crear bases de datos centralizadas y ofrecen una estructura para que los participantes en el mercado aporten información sobre sus transacciones en consonancia con los requisitos reglamentarios pertinentes.
- 6 Como ha señalado Greenberger (2009) en relación con las normas aplicables a las permutas agrícolas, es importante tener en cuenta que la Ley de bolsas de productos básicos (art. 3) exige a las autoridades reguladoras que den prioridad a las necesidades de formación de los precios y las prácticas operativas de los coberturistas de buena fe sobre los demás participantes en el mercado de productos básicos. La expresión “coberturistas de buena fe” se refiere a los participantes en el mercado que tienen un interés en el producto básico físico y utilizan contratos de permuta para gestionar el riesgo comercial, a diferencia de los que (como los operadores de índices) se protegen del riesgo financiero.
- 7 En cierto modo, esto anularía la exención de los corredores de permutas que había sido introducida por la Ley de modernización de futuros de productos básicos de 2000, examinada en *TDR 2009*: 76 77.
- 8 La norma propuesta por la CFTC se publicó el 26 de enero de 2011, véase *Federal Speculative Position Limits for Referenced Energy Contracts and Associated Regulations. Proposed Rule*. Federal Register, vol. 76, Nº 17, disponible en: <http://www.cftc.gov/u/cm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-1154a.pdf>.
- 9 La Autoridad Europea de Valores y Mercados se estableció el 24 de noviembre de 2010 mediante el Reglamento (UE) Nº 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo. (véase: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0084:0119:ES:PDF>).
- 10 Véase una evaluación de las diferencias y de las posibilidades de una mayor convergencia en Parlamento Europeo, 2011.
- 11 Véase: http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/barnier/headlines/speeches/2010/09/20100920_en.htm.
- 12 Hay también algunas diferencias en el orden en que se introducirán las distintas normas, como explica Gensler, 2010.
- 13 Según informaciones aparecidas en la prensa, los fondos de pensiones se beneficiarán de un aplazamiento y no tendrán que compensar sus operaciones con derivados extrabursátiles mediante cámaras centrales de compensación por lo menos hasta 2015 (Ellen Kelleher, “Brussels hands EU pension funds OTC reprieve”, *The Financial Times*, 6 de junio de 2011).

Bibliografía

- Adjemian, M. K. y Plato, G. E. (2010). The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Changes to the Regulation of Derivatives and their Impact on Agribusiness. AIS-89. Economic Research Service, United States Department of Agriculture, Washington, DC, November.
- Comisión Europea (2010). Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. Document COM (2010) 484 final. Brussels, 15 September.
- Gensler, G. (2010). Remarks before the ISDA Regional Conference, 16 September. Available at: <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opagensler-50.html>.
- Greenberger, M. (2009). Testimony on behalf of the Americans for Financial Reform before the Commodity Futures Trading Commission on Excessive Speculation: Position Limits and Exemptions, 5 August. Available at: http://www.michaelgreenberger.com/files/CFTC_AFR_Sign_On_Testimony_August_3.pdf.
- Greenberger, M. (2011). Overwhelming a financial regulatory black hole with legislative sunlight: Dodd-Frank's attack on systemic economic destabilization caused by unregulated multi-trillion dollar derivatives Market. *Journal of Business & Technology Law*, 6(1): 127-167.
- IOSCO (2011). Report to the Financial Stability Board. Task Force on Commodity Futures Markets, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), OR01/11, Madrid, April.
- Parlamento Europeo (2011). Derivatives, central counterparties and trade repositories. Compilation of briefing notes. Document IP/A/ECON/NT/2010-14. Strasbourg. February. Available at: http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201103/20110324ATT16422/20110324ATT16422_EN.pdf.
- Suppan, S. (2011). Comment on "Review of the Markets in Financial Instruments Directive". In Institute for Agriculture and Trade Policy (2011) (ed.), *Excessive Speculation in Agricultural Commodities. Selected Writings from 2008-2011*. Minneapolis (Minnesota): Institute for Agriculture and Trade Policy.
- UNCTAD (TDR 2009). *Trade and Development Report, 2009*. Responding to the global crisis: Climate change mitigation and development. United Nations publications, Sales N° E.09.II.D.16, New York and Geneva.

EL ORDEN MONETARIO MUNDIAL Y EL SISTEMA DE COMERCIO INTERNACIONAL

A. Introducción

Uno de los debates que ha despertado más interés en los últimos decenios ha sido el que gira en torno a la competencia entre las naciones. Está muy extendida la idea de que, al acelerarse el ritmo de la globalización, los países tienen ahora que competir de un modo similar a como compiten las empresas. Uno de los puntos de vista es que la riqueza de una nación depende de su capacidad para responder eficazmente a los retos que representa la apertura de los mercados de bienes y de capital. Por eso, se considera que las economías con unas normas laborales poco exigentes y un capital acumulado menor están emergiendo por su capacidad para competir mientras que las economías que tienen unas normas de bienestar social más exigentes y una dotación de capital más desarrollada están sufriendo una presión cada vez mayor para que se ajusten a la evolución de las condiciones del mercado mundial. En concreto, se argumenta que la concurrencia de una reserva enorme de mano de obra desocupada en China, la India y otros grandes países en desarrollo amenaza con reducir drásticamente la relación capital/mano de obra en todo el mundo, lo que a su vez sería favorable a la remuneración del capital y tendría un fuerte efecto igualador del trabajo en los países ricos y los países pobres, que conduciría a un nuevo equilibrio mundial que se situaría en algún

punto intermedio entre los salarios más altos y los más bajos.

A primera vista, esta premisa, que se deriva de un modelo neoclásico del mercado laboral mundial, parece confirmada por la evolución de los acontecimientos en el último decenio, ya que los altos salarios que se pagaban en muchos países desarrollados han sufrido muchas presiones y la participación de las rentas del trabajo en la renta total ha ido disminuyendo. Sin embargo, la presión que sufren los salarios puede explicarse por muchos motivos. Uno de ellos, muy importante, es la existencia de un desempleo masivo, cuyas causas pueden ser diversas. Una explicación podría ser el nivel excesivamente elevado de los salarios, pero también podría ser la reducción de la demanda o la aplicación de políticas económicas equivocadas. El modelo de mercado laboral mundial que acaba de exponerse presenta el grave problema de que se basa en una analogía de la competencia entre empresas, cuando esa competencia no puede predicarse de los países, en particular si estos tienen una moneda independiente. En el escenario dinámico de una economía de mercado, las fuerzas que compiten en él tienden a igualar el precio de los bienes y los servicios. Por eso las empresas tienen que aceptar los

precios del capital y los bienes intermedios, así como el precio que se paga por las distintas calificaciones laborales, que están fijados por factores exógenos. En consecuencia, el éxito o el fracaso de una empresa viene determinado por el valor específico que puede añadir a los bienes y servicios y su capacidad para competir depende principalmente de la diferencia entre su productividad y la productividad de las demás empresas.

Mientras que los salarios que pagan las empresas individuales por unas calificaciones y una preparación similares tienden a ser uniformes dentro de un país, los costos laborales unitarios (es decir, la suma de los salarios pagados para obtener una unidad de un producto) pueden variar de una empresa a otra. Por eso, el aumento de la productividad de una empresa gracias a la innovación o la novedad de sus productos reduce sus costos laborales unitarios y le da una ventaja competitiva. Estas empresas pioneras, por tanto, pueden ofrecer sus bienes a precios más bajos, u obtener mayores beneficios por unidad producida si el precio viene dado. En la medida en que el precio de la mano de obra y de otros productos intermedios venga dado, las empresas competidoras tendrán que ajustarse y utilizar la misma tecnología, o una similar, o se verán forzadas a abandonar la carrera al caer en la bancarrota.

En el caso de los países, en cambio, un aumento de la productividad media no significa siempre un aumento de la competitividad de todos los productores de ese país frente al resto del mundo. Ello se debe a la tendencia a que las ganancias de productividad en un país vengan acompañadas de un crecimiento nominal (y real) de los salarios, de modo que los costos laborales unitarios (o el aumento de estos costos) se mantienen en gran medida inalterados. Sin embargo, ni siquiera un país cuya productividad esté creciendo con mucha mayor rapidez que los salarios y los costos laborales unitarios verá aumentar automáticamente su competitividad y la de todas sus empresas.

Una sobrevaloración de la moneda normalmente se debe a unas entradas excesivas de capital a corto plazo si los tipos de cambio nominales son flexibles...

... o a diferencias importantes en los costos laborales unitarios cuando el contexto se caracteriza por unos tipos de cambio nominales fijos.

En un mundo de monedas y de políticas monetarias nacionales, un país que venda sus bienes en el mercado mundial a precio mucho más bajo que otros países ganará temporalmente cuota de mercado y acumulará grandes excedentes comerciales y por cuenta corriente, pero antes o después se verá sometido a presión para que ajuste sus salarios y precios expresados en moneda extranjera. Si no se realizan los ajustes mediante un aumento de los salarios expresados en moneda nacional, se producirá una revaluación de la moneda.

Por otro lado, es frecuente que la competitividad de un país resulte distorsionada por una desviación al alza del tipo de cambio nominal flexible con respecto a lo que justificarían las variables económicas fundamentales. Con frecuencia, esta apreciación de la moneda es atribuible a las entradas de capital privado a corto plazo atraído por los tipos de interés positivos y los diferenciales de inflación frente a otros países, es decir, por condiciones macroeconómicas que en otras circunstancias darían lugar a la depreciación del tipo de cambio. Si ese diferencial de tipos de interés y de inflación se reduce o desaparece por completo, o en una situación de crisis, normalmente se produce una depreciación excesiva de la moneda, que se aparta de nuevo de las variables económicas fundamentales y que afecta a la eficiencia del sistema de comercio internacional.

Aunque no todos los desequilibrios por cuenta corriente sean atribuibles a desajustes de los tipos de cambio, estas desviaciones de los tipos de cambio reales respecto de las variables económicas fundamentales, en especial si se mantienen durante largos períodos, tienen repercusiones importantes en la competitividad internacional de los productores, en particular de los fabricantes de manufacturas, y por consiguiente en las pautas del comercio internacional y las balanzas comerciales. Por consiguiente, la búsqueda de un sistema adecuado de administración de los tipos de cambio que ayude a prevenir las distorsiones del comercio

y la inestabilidad de las relaciones financieras internacionales es un elemento fundamental del debate sobre la reforma de la gobernanza económica mundial que se ha abierto a raíz de la reciente crisis económica y financiera.

En el presente capítulo se explican los motivos que justifican un sistema de flotación administrada de los tipos de cambio basada en reglas, habida cuenta de la experiencia reciente de los desequilibrios mundiales que contribuyeron a alimentar la crisis financiera. También se debaten los problemas que suponen para la competitividad internacional de los países unos tipos de cambio excesivamente sobrevalorados. Las causas de esta revaluación normalmente son unas entradas excesivas de capital a corto plazo que inducen una apreciación de los tipos de cambio nominales flexibles, o bien diferencias importantes en la evolución de los costos laborales unitarios cuando el contexto se caracteriza por unos tipos de cambio nominales fijos.

En este capítulo se amplía el examen de esta cuestión que se hizo en el *TDR 2009*, teniendo en cuenta los nuevos acontecimientos, como la crisis de la eurozona y el aumento de los flujos de capital hacia las economías de mercado emergentes, después de la crisis, en busca de ganancias mediante operaciones de *carry-trade*. También se consideran dos enfoques metodológicos alternativos del diseño de un régimen cambiario basado en reglas que pretenda conseguir: a) suficiente estabilidad de los tipos de cambio reales para impulsar el comercio

internacional y facilitar la adopción de decisiones sobre inversiones en capital fijo en el sector de los productos comerciables; y b) suficiente flexibilidad de los tipos de cambio nominales para asimilar las diferencias en la evolución de los tipos de interés de los distintos países.

En principio, un régimen de flotación administrada basado en reglas de este tipo se puede considerar una versión dinámica del sistema de Bretton Woods, consistente en el establecimiento de unos objetivos armonizados de inflación y un ajuste discrecional de los tipos de cambio cuando un país no podía cumplir el objetivo de inflación del país de referencia. Sin embargo, a diferencia del sistema de Bretton Woods, el concepto de flotación administrada basada en reglas estriba en vincular la evolución de los tipos de cambio nominales a la paridad de poder adquisitivo (PPA) o la paridad descubierta de tipos de interés (PDI). En la medida en que los precios al consumidor o los costos laborales unitarios (en el primer planteamiento) suban a un ritmo diferente en los distintos países, o en la medida en que surjan diferencias entre los tipos de interés (en el enfoque alternativo), el tipo de cambio nominal se ajustará en consecuencia. A diferencia del sistema de Bretton Woods, este sistema alternativo pretende evitar desequilibrios fundamentales de la balanza de pagos mediante la realización de ajustes continuos basados en reglas. Y, en caso necesario, permite hacer ajustes puntuales de los tipos de cambio nominales si se produce una situación excepcional de crisis.

B. Una nueva concepción de la gobernanza económica mundial

En 2008, tras el estallido de la crisis financiera, los países desarrollados y en desarrollo del G-20 tomaron la iniciativa de diseñar una respuesta política coordinada a escala internacional. El G-20 también subrayó la necesidad de analizar los grandes

desequilibrios de los saldos por cuenta corriente que se estaban produciendo de forma persistente a escala mundial y las medidas necesarias para reequilibrarlos, prestando atención preferente a los saldos estructurales internos, las políticas

fiscales y la alineación de las monedas. Ello implica una nueva concepción del multilateralismo y la interdependencia económica. De hecho, la cuestión de la gestión de los tipos de cambio ha recibido considerable atención en este debate sobre las políticas a adoptar.

Por lo general se reconoce que “dejar las monedas en manos del mercado” supone considerables riesgos para el sistema financiero mundial y para el sistema multilateral de comercio. Existe una evidente contradicción entre la creencia en que las fuerzas del mercado conducirán a un resultado económicamente deseable y la experiencia de que las grandes fluctuaciones de los tipos de cambio y los frecuentes desajustes de unas monedas frente a otras se producen a espaldas de los factores fundamentales determinantes de la competitividad. Este hecho volvió a ponerse de manifiesto a principios de 2011, cuando el Brasil, una importante economía emergente de mercado que tenía un déficit por cuenta corriente y unas tasas de inflación relativamente elevadas (aunque bajas en comparación con otras épocas) tuvo que frenar las enormes entradas de capital que estaban provocando una apreciación insostenible de su moneda.

Los desequilibrios comerciales causados por desajustes de los tipos de cambio no son un fenómeno nuevo. En 1985, la incapacidad del mercado para resolver los antiguos desequilibrios comerciales entre Alemania, los Estados Unidos y el Japón, se resolvió finalmente gracias al histórico Acuerdo del Hotel Plaza. Tras haber fracasado todos los demás intentos, la intervención coordinada de los miembros del G-5 condujo a una importante devaluación del dólar. Actualmente la necesidad de coordinación es todavía mayor, pero lograrla es más difícil ya que, debido a la globalización, el número de economías afectadas es mucho mayor y, por consiguiente, la magnitud de los flujos comerciales y de capital es también mucho más amplia. Con objeto de vigilar los desequilibrios

comerciales mundiales y avanzar hacia la sostenibilidad exterior en el marco de un proceso de análisis mutuo, el G-20 está proponiendo la elaboración de directrices técnicas que indiquen cuándo la escala general de los desequilibrios está alejándose de lo que se considera una situación sostenible. En efecto, encontrar “un mecanismo que facilite la identificación a tiempo de los grandes desequilibrios que exigen medidas preventivas y correctivas” (Comunicado del G-20, 2010) es fundamental para el comercio mundial. El comercio no puede promover eficazmente el crecimiento ni reducir la pobreza si la comunidad mundial no encuentra tal mecanismo. Una de las propuestas que se ha hecho es prestar atención preferente a las dimensiones del déficit o del excedente por cuenta corriente de un país en porcentaje de su producto interno bruto. Otras opiniones son favorables a considerar un conjunto de indicadores que contribuyen a los desequilibrios e identificar las políticas fiscales, monetarias y cambiarias desviadas. Hay que aplaudir esta renovada atención que se presta a la cooperación multilateral para resolver antiguos desequilibrios y las propuestas concretas de mecanismos para reducir la volatilidad monetaria y financiera mundial. Pero sería un error utilizar la cuenta corriente como indicador preferente de la “sostenibilidad” de grandes desequilibrios sin considerar las causas concretas de estos.

Además, si solo se presta atención a los desequilibrios por cuenta corriente es preciso considerar todas las circunstancias en que pueden tolerarse excepciones. Son muchos los motivos que explican por qué un país concreto puede tener un déficit o un superávit por cuenta corriente en un momento determinado. Un motivo podría ser que su economía interna crezca con mayor rapidez que la de sus principales interlocutores comerciales, haciendo así que las importaciones aumenten con mayor rapidez que las exportaciones (por ejemplo, los Estados Unidos durante los años noventa). También puede darse el caso de que un país importe

Dejar las monedas totalmente en manos de las fuerzas del mercado supone considerables riesgos para el sistema financiero mundial y para el sistema multilateral de comercio.

Los desequilibrios por cuenta corriente no son indicativos por sí solos de un problema sistémico que necesite una intervención coordinada...

un volumen importante de un determinado producto básico cuyo precio tienda a subir continuamente, lo que provoca que la factura pagada por las importaciones aumente sin que haya un incremento paralelo de los ingresos de exportación (por ejemplo, el grupo de países de bajos ingresos y déficit de alimentos). Un tercer motivo podría ser que un país registre grandes aumentos de los ingresos de exportación de productos básicos pero tenga una capacidad reducida de absorberlos (por ejemplo, Arabia Saudita). Por último, un país puede servir de centro de producción en gran escala de manufacturas para empresas extranjeras pero no tener su población en general la capacidad adquisitiva necesaria para consumir una cantidad suficiente de importaciones que sirva de equilibrio a sus exportaciones (por ejemplo, China). En todos estos casos, se necesitan unas entradas o salidas netas de capital a corto plazo que permitan al sistema de comercio internacional funcionar con normalidad. En otros términos, los desequilibrios por cuenta corriente no son indicativos por sí solos de un problema sistémico que exija una intervención coordinada. Más bien, es la pérdida de competitividad a escala nacional lo que provoca un déficit insostenible por cuenta corriente.

El análisis empírico de los factores que en el pasado han influido en los cambios de la situación por cuenta corriente de los países permite sostener que los tipos de cambio desempeñan un papel fundamental en los procesos de reequilibrio. En el *TDR 2008* se mostró que los cambios de la situación por cuenta corriente de los países, lejos de venir

motivados por decisiones autónomas de ahorro e inversión de los agentes nacionales y extranjeros, tienden a estar motivados por convulsiones externas de los mercados de mercancías y los mercados financieros. En concreto, las mejoras de los saldos por cuenta corriente normalmente han venido acompañadas de cambios positivos de la relación de intercambio, la depreciación real de los tipos de cambio o situaciones de pánico en los mercados internacionales de capital seguidas de interrupciones repentinas de los flujos de capital.

En las dos secciones siguientes se examinan los problemas cambiarios actuales y la justificación de un sistema de flotación administrada basada en reglas desde dos puntos de vista y se apunta la necesidad de un enfoque macroeconómico integral que se focalice

... más bien es la pérdida de competitividad a escala nacional lo que provoca un déficit insostenible por cuenta corriente.

en los tipos de cambio reales y sus determinantes, a saber, los precios macroeconómicos fundamentales que representan los tipos de cambio nominales, los salarios y los tipos de interés. En la sección C se muestra la catástrofe que suponen los flujos indeseados de capital, utilizándose como ejemplo el

reciente aumento de los flujos de capital hacia los mercados emergentes en busca de las ganancias generadas por operaciones de *carry-trade*. En la sección D se examinan a continuación los problemas que se plantean cuando los costos laborales unitarios empiezan a distanciarse dentro de un régimen de tipos de cambio nominales inflexibles, haciéndose especial referencia a las dificultades que experimenta la eurozona, que es un ejemplo de caso extremo de tipo de cambio fijo.

C. Flujos de capital privado desestabilizadores: vuelta a la normalidad

1. Afán de riesgo y operaciones de carry-trade

En 2010 se produjo una gran afluencia de capitales privados hacia los mercados emergentes, después de su brusca reducción durante la crisis financiera y la recesión mundial. Estos flujos, provocados principalmente por inversiones privadas de cartera, aumentaron con especial rapidez en el África Subsahariana, América Latina, Asia y Europa Central y Oriental, después de un descenso inicial cuando estalló la crisis financiera. Estos movimientos son atribuidos a la mayor aceptación de riesgos por parte de los inversores internacionales cuando la recuperación económica mundial, y en especial la de los mercados emergentes, se puso en marcha. Pero, ¿qué significa el afán de riesgo? Es más, ¿son más arriesgadas las inversiones a corto plazo en mercados emergentes que las inversiones en economías desarrolladas, y en tal caso, por qué? Un examen más detallado de los movimientos de capital a corto plazo y de los incentivos económicos que los motivan revela que hay una razón más profunda que explica por qué los inversores están deseando volver pronto al parque.

Las economías de mercado en desarrollo y emergentes esperan que los mercados financieros internacionales canalicen unos flujos fluidos y fiables de capital hacia sus economías para invertir en capital fijo y suplir la escasez temporal de recursos financieros. Sin embargo, lo que reciben en realidad son unas entradas volátiles y poco fiables de capital que con frecuencia son negativas

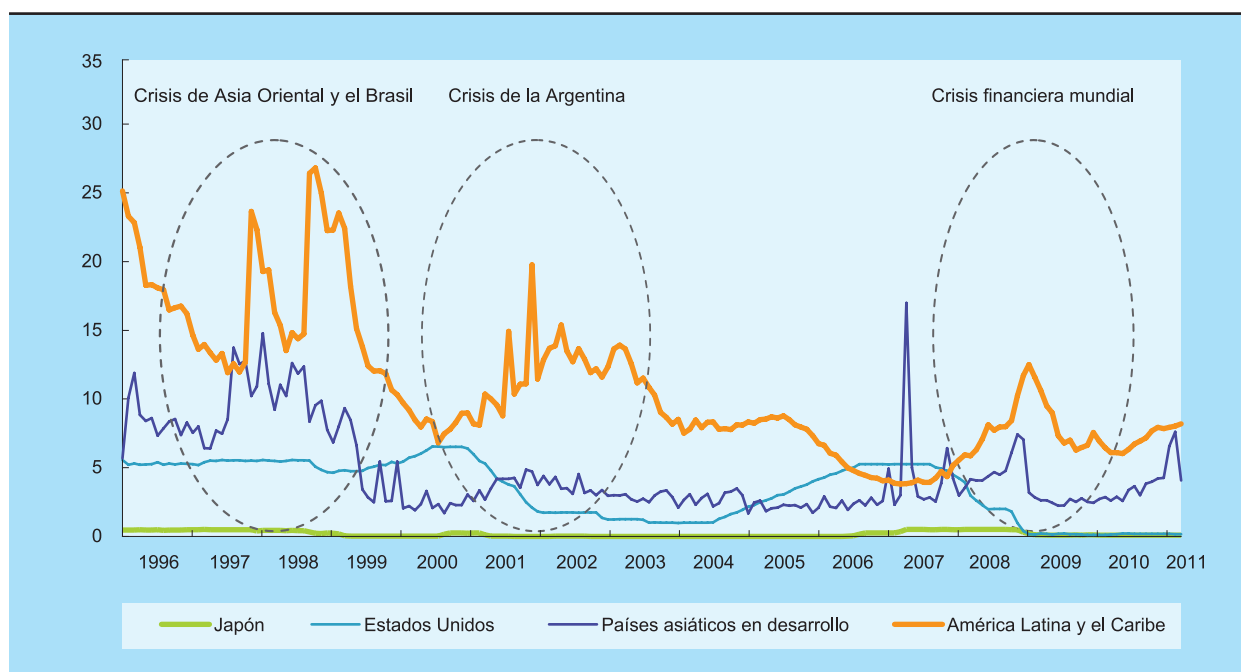
para el sostenimiento de su desarrollo económico y disminuyen su capacidad de reducir distancias con las economías más desarrolladas. Ni una avalancha de entradas de capital en un momento determinado, ni una inversión de esas corrientes en otro momento, reflejan las necesidades reales de los países de importar capital o la situación auténtica de sus variables macroeconómicas fundamentales. Por eso, los bancos centrales de los países han intentado cada vez con mayor decisión proteger lo más posible sus economías contra las consecuencias negativas de estos flujos de capital indeseados y volátiles. La intervención directa se ha convertido en el instrumento más adecuado para contrarrestar los efectos negativos de esta volatilidad. Las enormes cantidades de reservas de divisas que algunos grandes países emergentes han ido apilando con posterioridad a la crisis asiática indican que sus monedas están sometidas a una presión permanente para que se aprecien. Por supuesto, esta apreciación pondría en peligro su competitividad en el mercado mundial y los beneficios que un sistema multilateral de comercio liberal podría tener para el bienestar social.

La corriente favorable a la apreciación (FMI, 2010), que se ha convertido en una amenaza común para muchas economías de mercado emergentes, está motivada por las tasas más atractivas de rendimiento que obtienen los activos financieros a corto plazo en estas economías¹. Desde mediados de los años noventa (gráfico 6.1), la mayor parte del tiempo ha habido grandes diferencias entre los tipos de interés nominales a corto plazo que se practican en las economías emergentes y en las economías desarrolladas.

Gráfico 6.1

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO, ENERO DE 1996 A FEBRERO DE 2011

(En porcentajes)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de la base de datos *International Financial Statistics* del FMI.

Nota: Los agregados regionales de los tipos de interés están ponderados en función del PIB calculado con ponderaciones actuales de la PPA.

Especialmente notables han sido el tamaño y la persistencia de los diferenciales de tipos de interés entre el Japón y la mayoría de los mercados emergentes a lo largo de los 15 últimos años. Los tipos de interés bajaron considerablemente en la mayoría de los mercados emergentes asiáticos a raíz de la crisis financiera asiática y se mantuvieron por debajo del 5% y muy próximos a los practicados en las principales economías desarrolladas. En los países de América Latina y el Caribe, en particular en el Brasil, los tipos de interés también bajaron, pero se mantuvieron continuamente por encima de los tipos practicados en Asia, entre el 5% y el 10%.

A partir de 2008, a raíz de la agresiva expansión monetaria de los Estados Unidos, los tipos de interés del dólar bajaron al nivel de los del Japón. De este modo se modificó, en comparación con los años anteriores a la crisis, la relación del mercado financiero estadounidense con los mercados de los países en desarrollo y emergentes. En el pasado, el grueso de las operaciones de *carry-trade* se hacían

utilizando el yen japonés como base financiera, debido a su bajo tipo de interés, mientras que el franco suizo se utilizaba para operaciones en Europa Oriental. Los operadores internacionales, por ejemplo un fondo de cobertura localizado en los Estados Unidos o en un Estado del Caribe, tomaban dinero a préstamo en el Japón y lo depositaban en el Brasil, Sudáfrica, Turquía o, antes de 2008, Islandia. La diferencia cada vez mayor entre los tipos de interés practicados en los Estados Unidos y en las economías de mercado emergentes ha inducido la sustitución del yen por el dólar como moneda de base para financiar estas operaciones. Cabe señalar que el intento de la Reserva Federal de los Estados Unidos de presionar a la baja los tipos a largo plazo (es decir, una expansión monetaria) es probable que haya desempeñado un papel menor en este contexto, ya que los beneficios de las operaciones de *carry-trade* basadas en los diferenciales de tipos de interés se calculan fundamentalmente a partir de los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo.

Según la teoría tradicional, el mercado determina los tipos de cambio en función de la paridad descubierta de los tipos de interés (PDI), es decir, que los tipos de interés altos se compensan con la expectativa de que la moneda se depreciará, o en función de la paridad de poder adquisitivo (PPA), es decir, que una tasa elevada de inflación se asocia con la expectativa de que la moneda sufrirá una depreciación compensatoria. Sin embargo, aunque los tipos de interés observados hayan mostrado una estrecha relación con las tasas de inflación (gráfico 6.2) y presentan importantes diferencias entre los países, no hay pruebas de que los tipos de cambio se hayan ajustado a estas diferencias según lo previsto teóricamente.

La persistencia de los diferenciales de tipos de interés apunta también la ausencia de un mecanismo endógeno que garantice su convergencia en los distintos mercados monetarios nacionales. Unas entradas importantes de dinero a corto plazo no hacen bajar los tipos de interés que se practican en el país que las recibe y tampoco hacen que esos tipos de interés suban en el país de donde proceden. La estabilidad de los tipos a corto plazo refleja las decisiones de política monetaria de los bancos centrales de fijar y mantener los tipos de interés a corto plazo en el nivel que favorezca el logro de los objetivos económicos nacionales.

Para conseguir que las políticas monetarias sirvan realmente de apoyo a los objetivos económicos nacionales evitando al mismo tiempo desequilibrios exteriores es necesario que haya un mecanismo eficaz de ajuste externo que ayude a los bancos centrales a eludir las turbulencias exteriores. En la actualidad, los bancos centrales intentan resolver este problema de forma unilateral, bien sea interviniendo en el mercado de divisas, lo que conduce a la acumulación de reservas, o bien imponiendo restricciones a las entradas o salidas de capital privado.

Las intervenciones en los mercados de divisas y la acumulación de reservas se han utilizado sistemáticamente para contrarrestar los efectos de los flujos de capital volátil (gráfico 6.3). Por ejemplo, en el segundo trimestre de 2007 el banco central del Brasil compró dólares por una cantidad equivalente a la casi totalidad de entradas de inversiones en cartera y otras entradas de capitales durante ese período. El banco central de Sudáfrica intervino de forma similar

cuando el rand empezó a apreciarse bruscamente a finales de 2009 y principios de 2010.

Por lo general, los bancos centrales no están dispuestos a reducir agresivamente los tipos de interés a corto plazo para disuadir las entradas de capital de este tipo. Debido a ello, los flujos de capital motivados por operaciones de *carry-trade* son poco influenciados y las intervenciones en los mercados de divisas pronto pueden convertirse en una lucha contra corriente. Sin embargo, la necesidad de mantener unos tipos de interés altos será menor si se utilizan con mayor intensidad otros instrumentos de política macroeconómica, en especial una política de ingresos, como se examinó en el *TDR 2010*. En efecto, si se utilizan instrumentos de este tipo se ampliará el espacio de las políticas macroeconómicas en general y se evitará el riesgo de atraer grandes flujos desestabilizadores de capital a corto plazo cada vez que se manifiesten presiones inflacionistas.

El volumen de los flujos de capital movidos por operaciones de *carry-trade* ha sido elevado en los últimos años y ha predominado sobre la mayoría de los demás determinantes de los flujos totales de capital. Resulta difícil establecer estadísticamente la cuantía total de estos movimientos pero su existencia y su predominio son la única explicación lógica del hecho de que, a pesar de intervenciones masivas, los tipos de cambio se hayan movido repetidas veces en sentido contrario a los parámetros económicos fundamentales, produciéndose interrupciones únicamente durante las crisis financieras.

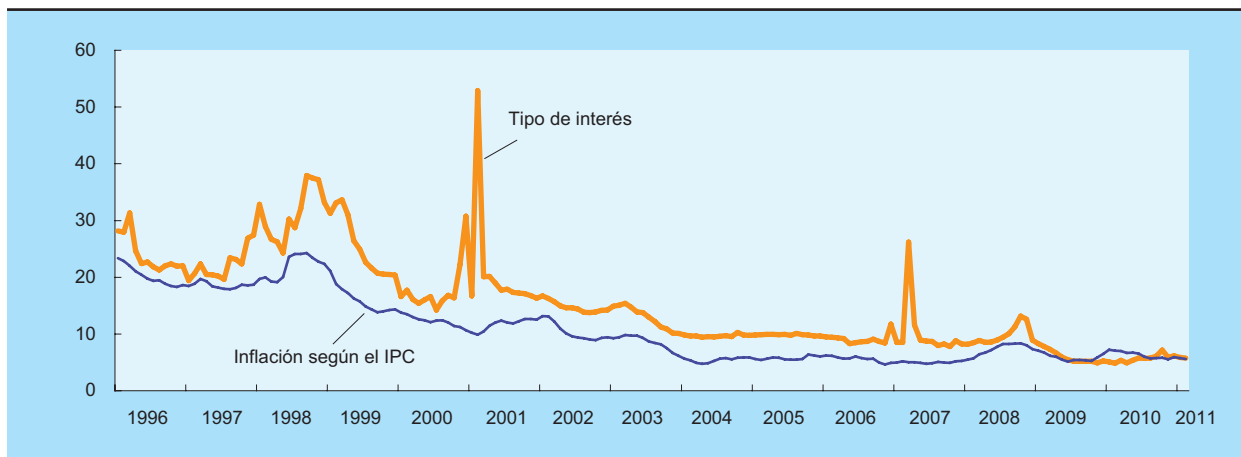
Las operaciones de *carry-trade* son un ejemplo clásico de un comportamiento que se autoalimenta. Aparte de las ganancias que obtienen de las diferencias de tipos de interés, los inversores también se benefician de la apreciación del tipo de cambio que ellos mismos generan, lo que a su vez alimenta la especulación sobre los tipos de interés. El aumento excesivo de los tipos de cambio que se ha experimentado en el último decenio en muchos mercados emergentes es probable que haya distorsionado el comercio mucho más que las propias medidas de política comercial. Además, ha desestabilizado la inversión en capital fijo, que es imperativa para lograr un desarrollo sostenido.

Si se producen unos flujos importantes e inestables de capital a corto y medio plazo que anuncian unos resultados insostenibles a largo plazo,

Gráfico 6.2

TASAS DE INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LAS ECONOMÍAS DE MERCADO EMERGENTES Y EN TRANSICIÓN, ENERO DE 1996 A FEBRERO DE 2011

(En porcentajes)

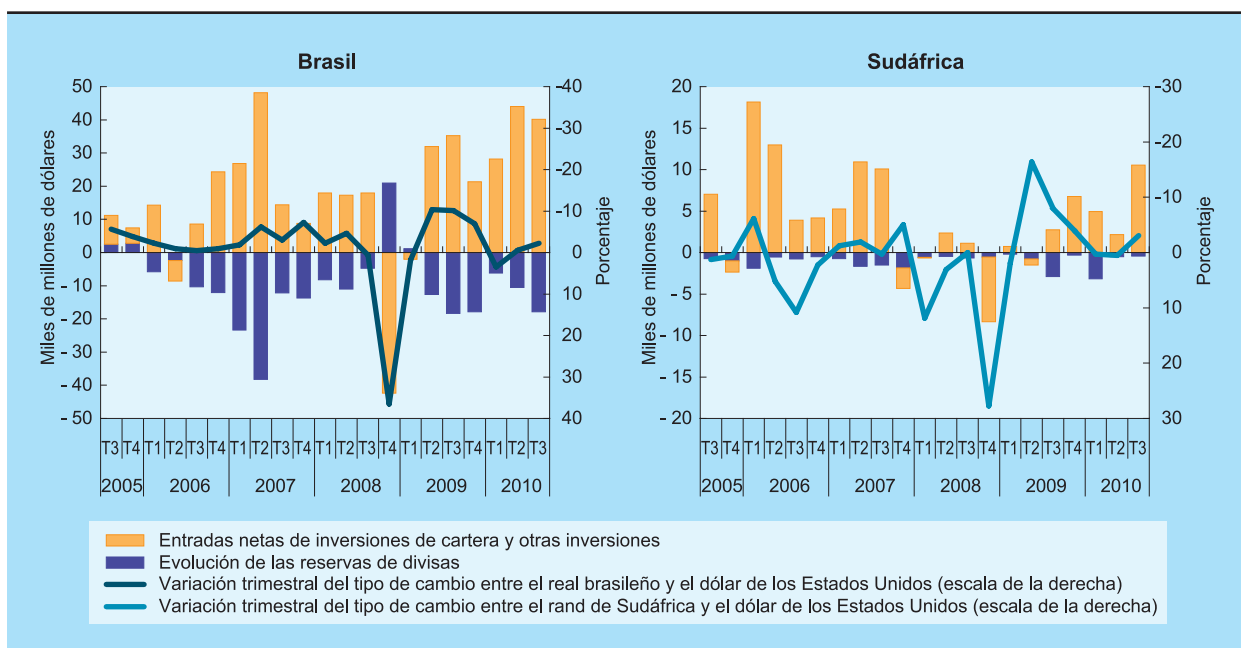


Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de la base de datos *International Financial Statistics* del FMI.

Nota: Las economías de mercado emergentes y en transición son: Brasil, Chile, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, República Checa, Rumania, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Los promedios de los mercados emergentes se basan en el PIB ponderado en función de la PPA en 2005.

Gráfico 6.3

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y LAS RESERVAS, Y DE LAS INVERSIONES DE CARTERA, TERCER TRIMESTRE DE 2005 A TERCER TRIMESTRE DE 2010



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de la base de datos *International Financial Statistics* del FMI.

Nota: Un valor negativo en las reservas significa que han aumentado (salidas de capital). Un valor positivo en el tipo de cambio representa una depreciación de la moneda.

el desencadenamiento de una crisis importante no es más que una cuestión de tiempo. En los dos últimos decenios ha habido cinco grandes crisis con claras repercusiones en los flujos de capital (gráfico 6.4). La primera fue la crisis mexicana de 1994, seguida por las crisis de Asia, Rusia y el Brasil en 1997, 1998 y 1999 respectivamente, y la crisis argentina de 2001. En 2006, una crisis menor afectó a los flujos de capital hacia las economías de mercado emergentes, provocada por los rumores de que el Japón iba a subir su tipo de interés. Por último, la última crisis mundial, denominada a veces la Gran Recesión, ha provocado la mayor caída jamás conocida de los flujos de capital hacia las economías de mercado emergentes.

Estas crisis producen unos flujos de capital muy volátiles porque, en un entorno en el que los tipos de cambio se mueven en sentido contrario a las variables económicas fundamentales (la tasa de inflación o el tipo de interés), los participantes en los mercados están especialmente expuestos a los riesgos extremos de su propia estrategia. En un entorno como este, son varios los acontecimientos que pueden provocar cambios repentinos de dirección de los flujos, que el comportamiento gregario de los mercados financieros intensifica. Por consiguiente, las operaciones de *carry-trade* o las inversiones en divisas se consideran tan arriesgadas como las inversiones en otros tipos de activos, como pueden ser las acciones o los derivados de productos básicos. Cuando se acumulan los indicios de que la burbuja puede estallar pronto, basta un pequeño acontecimiento para iniciar la estampida.

2. El yen japonés y el dólar de los Estados Unidos como monedas de financiación

Resulta difícil rastrear las pruebas de las operaciones de *carry-trade* en los mercados al contado, ya que sencillamente no existen datos detallados sobre las posiciones individuales de los inversores, ni sobre los fondos que han hecho los préstamos y los depósitos. Sin embargo, en algunos mercados de futuros, como el de los Estados Unidos, los participantes en los mercados tienen que informar de sus posiciones diarias al finalizar la sesión bursátil. De este modo se dispone de algunos indicios de las posiciones netas de los operadores

no comerciales (agentes financieros puros) en los mercados de futuros de divisas de los Estados Unidos (gráfico 6.5). En este gráfico, dado que no se dispone de información sobre las operaciones directas de futuros entre el dólar australiano y el yen japonés, se consideran ambas divisas con referencia al dólar de los Estados Unidos. Las columnas muestran el número de contratos en el mercado, mientras que las posiciones largas netas representan la diferencia entre las posiciones largas y cortas en las respectivas divisas frente al dólar de los Estados Unidos. Por lo tanto, una posición larga neta en dólares australianos tiene un valor positivo, mientras que una posición corta neta tiene un valor negativo.

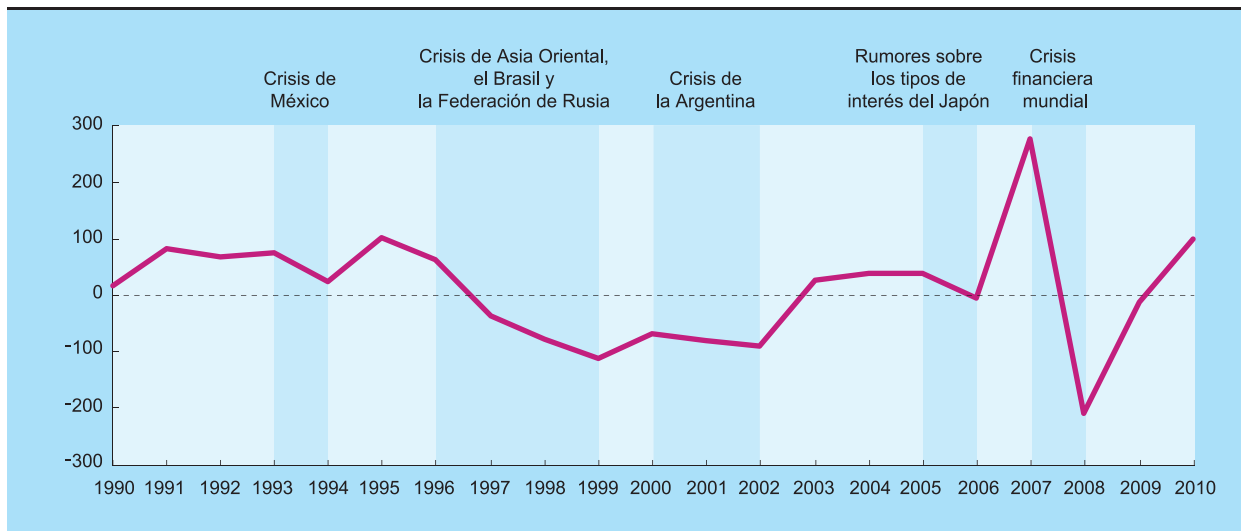
En conjunto, los datos procedentes de este mercado de futuros de los Estados Unidos ofrecen pruebas claras de unas operaciones de *carry-trade* masivas financiadas con yenes entre enero de 2005 y julio de 2007, un proceso de reversión entre septiembre de 2008 y febrero de 2009, cuando se intensificó la crisis mundial, y tres períodos alternativos de posiciones largas netas en divisas de financiación y de destino a partir de noviembre de 2007. Estos períodos de construcción y reversión de las posiciones de *carry-trade* sirven de apoyo a las constataciones del *TDR 2008* y del *TDR 2009*.

Además, desde el tercer trimestre de 2007 se han registrado unas posiciones largas netas tanto en las monedas de financiación como de destino y una creciente utilización del dólar de los Estados Unidos como moneda de financiación para operaciones de *carry-trade*. Este hecho es confirmado por las expectativas de los inversores que refleja la relación entre el beneficio previsto y el riesgo, una medición popular *ex ante* de la rentabilidad de las operaciones de *carry-trade*. Este coeficiente refleja el ajuste de las ganancias derivadas del diferencial de tipos de interés en función del riesgo que suponen los movimientos futuros del tipo de cambio². Cuanto más elevado sea el coeficiente, mayor será la rentabilidad *ex ante* de la estrategia de *carry-trade*. Hasta abril de 2008, la rentabilidad prevista de las operaciones de este tipo financiadas con yenes era mucho mayor que la de las operaciones financiadas con dólares de los Estados Unidos, y las relaciones entre los beneficios previstos y el riesgo divergían considerablemente (gráfico 6.6). Sin embargo, cuando estalló la crisis financiera y el tipo de interés practicado en los Estados Unidos se redujo, las

Gráfico 6.4

FLUJOS FINANCIEROS PRIVADOS NETOS (EXCLUIDA LA IED): ECONOMÍAS DE MERCADO EMERGENTES Y EN DESARROLLO, 1990-2010

(En miles de millones de dólares)

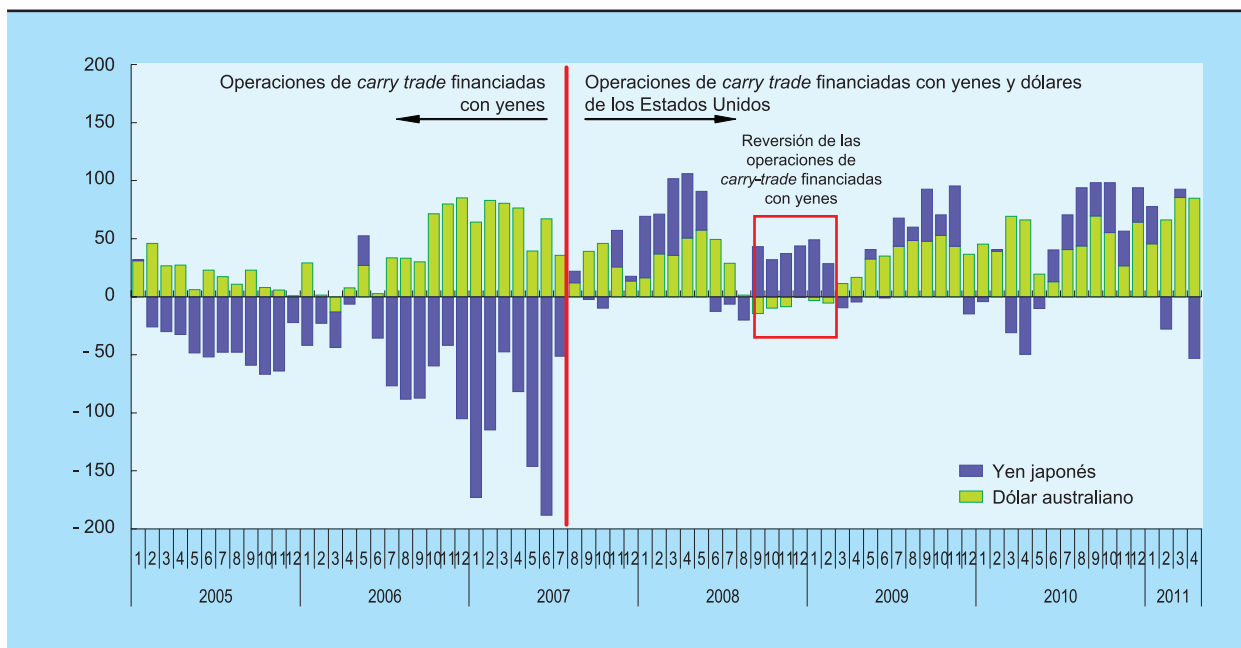


Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de la base de datos *World Economic Outlook* del FMI.

Gráfico 6.5

POSICIONES NETAS DE OPERADORES NO COMERCIALES DE FUTUROS EN DÓLARES AUSTRALIANOS Y YENES JAPONESES, ENERO DE 2005 A ABRIL DE 2011

(Miles de contratos)

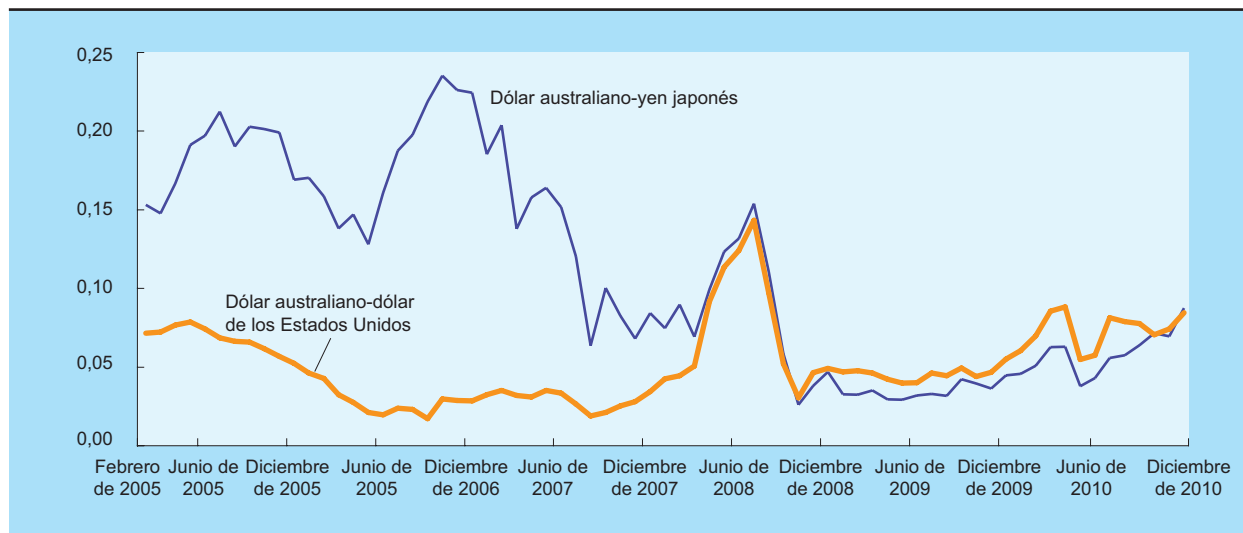


Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en Bloomberg; y la base de datos de la Comisión del mercado de futuros de productos básicos de los Estados Unidos.

Gráfico 6.6

RELACIÓN ENTRE BENEFICIOS PREVISTOS Y RIESGO, 2005-2010

(Puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de la base de datos de Bloomberg.

relaciones entre los beneficios previstos y el riesgo convergieron y las operaciones de *carry-trade* financiadas con dólares de los Estados Unidos llegaron a considerarse incluso ligeramente más rentables que las financiadas con yenes.

Este cambio de las monedas de financiación de las operaciones de *carry-trade* en los mercados de futuros muestra que las estrategias de los inversores de este tipo en los mercados de divisas se basan principalmente en sus expectativas de los movimientos de los tipos de interés. También sugiere que la reducción de los tipos de interés a corto plazo que se produjo en los Estados Unidos inmediatamente después del inicio de la crisis fue un factor mucho más importante de la financiación de los flujos de capital a corto plazo en los Estados Unidos que las dos rondas posteriores de expansión monetaria. Sin embargo, el hecho de que no solo se originaran en los Estados Unidos mayores flujos sino que estos se financiaran allí, en lugar de originarse allí y financiarse en el Japón, no ha modificado su lógica fundamental ni las consecuencias de las operaciones de *carry-trade* para los mercados de divisas.

3. El costo de nadar contra una corriente

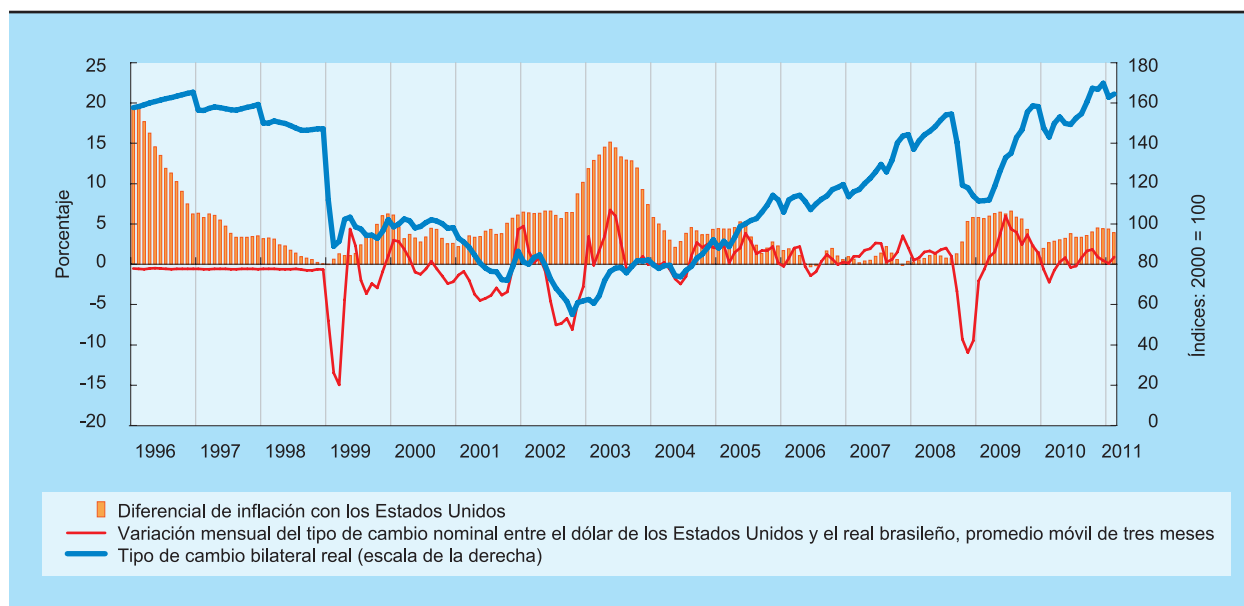
de apreciación

El costo de los flujos de capital desestabilizadores puede ser devastador. Durante un período de crecimiento de las operaciones de *carry-trade* en las economías en desarrollo y emergentes, la apreciación consiguiente de sus monedas supone una carga enorme para su comercio exterior. Por ejemplo, el real brasileño se apreció en términos nominales durante la mayor parte del período comprendido entre agosto de 2005 y agosto de 2008 (como se indicó en el gráfico 6.3, siempre que la variación porcentual es superior a cero), lo que supuso una apreciación acumulada frente al dólar (en términos nominales) superior al 45%. Considerando que el Brasil tuvo durante todo el período unas tasas de inflación mayores que los Estados Unidos, el tipo de cambio real entre el Brasil y los Estados Unidos se apreció incluso más del 50% (gráfico 6.7).

Una vez que estalla una crisis y se produce una inversión de los flujos de capital, los bancos centrales intentan defender el tipo de cambio de su moneda frente a una bajada excesiva de esta, aplicando políticas monetarias y fiscales restrictivas. Sin embargo, este endurecimiento, que recuerda las

Gráfico 6.7

DIFERENCIAL DE INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL EN EL BRASIL, ENERO DE 1996 A FEBRERO DE 2011



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de la base de datos *International Financial Statistics* del FMI.

políticas procíclicas de respuesta a la crisis asiática, tiene por consecuencia el agravamiento de la crisis o el retraso de la recuperación económica. Durante las crisis asiática y latinoamericana, muchos países experimentaron enormes subidas de los tipos de interés. En cambio, los tipos de interés practicados en los Estados Unidos se redujeron casi a cero inmediatamente después de que se iniciara la crisis de las empresas tecnológicas en 2001, y de nuevo cuando en 2008 estalló la Gran Recesión, con objeto de estimular la economía nacional (véase el gráfico 6.1 *supra*).

La ayuda del FMI, combinada a veces con acuerdos de cobertura de tipos de interés o asistencia financiera directa de la UE y los Estados Unidos, ha contribuido a reducir la presión inmediata sobre la moneda y el sistema bancario de los países en dificultades. Pero cuando el origen del problema es una especulación, como la de las operaciones de *carry-trade*, el enfoque tradicional del FMI resulta inadecuado. Los paquetes tradicionales de ayuda, combinados con recortes del gasto público, son innecesarios y tienden a ser contraproducentes, y subir los tipos de interés para evitar que prosiga la

devaluación es pretender un imposible. Al contrario, lo que necesitan los países que están expuestos a operaciones de *carry-trade* es una devaluación real de su moneda con el fin de restablecer su competitividad internacional. Esta medida debe venir acompañada de asistencia financiera para impedir una caída excesiva del tipo de cambio. Una caída de ese tipo no solo reduciría su capacidad de controlar la inflación y aumentaría su deuda en divisas sino que distorsionaría innecesariamente el comercio internacional. Los países afectados necesitan también adoptar políticas fiscales y monetarias expansivas para impedir una recesión, al menos hasta que se materialicen los efectos expansivos de la devaluación de la moneda, lo que puede llevar su tiempo.

Intentar de forma unilateral frenar una devaluación excesiva es muy costoso, aunque lo será mucho menos si los países sometidos a presión suman sus fuerzas con los países que se enfrentan a una revaluación. Los países que pretenden poner coto a una devaluación de su moneda se encuentran en una situación de debilidad ya que tienen que intervenir movilizandolos sus reservas de divisas,

que siempre son limitadas. Si los países cuya moneda se aprecia intervienen de forma simétrica para detener esa excesiva devaluación, la especulación internacional ni siquiera intentará contrarrestar esa intervención, ya que el banco central del país cuya moneda se está apreciando podría poner en circulación un volumen importante de esta divisa.

Si no se produce un replanteamiento básico del mecanismo de tipos de cambio y del diseño de los paquetes de ayuda, las repercusiones negativas de las crisis financieras en la economía real serán mucho mayores de lo necesario. Es posible que la utilización de controles del capital, en especial para impedir entradas indeseables, no resuelva el problema de raíz, pero es la segunda mejor opción para reducir esos efectos.

D. Desajuste de los tipos de cambio reales en la Unión Económica y Monetaria Europea

En la sección anterior se han examinado los problemas que generan los flujos de capital desestabilizadores, en especial operaciones de *carry-trade*, en un sistema de tipos de cambio flexibles y de libertad de movimientos del capital. Pero los tipos de cambio nominales insuficientemente flexibles plantean otros problemas en caso de que se necesite ajustarlos para reflejar desviaciones en la evolución de las variables macroeconómicas fundamentales de los distintos países. Así lo demuestra claramente la crisis actual de la eurozona, en la que los países han adoptado una moneda común (es decir, el caso más extremo de tipo de cambio fijo). En el pasado, otros países que mantuvieron un tipo de cambio fijo inflexible durante demasiado tiempo han experimentado problemas semejantes a los que se plantean hoy en algunos países de la eurozona. Sin embargo, si el tipo de cambio real se aprecia tanto que se produce una crisis de pagos, estos países tenían todavía la posibilidad de realizar un ajuste, aunque fuera penoso, devaluando de forma brusca sus tipos de cambio nominales, posibilidad que los países de la eurozona no tienen.

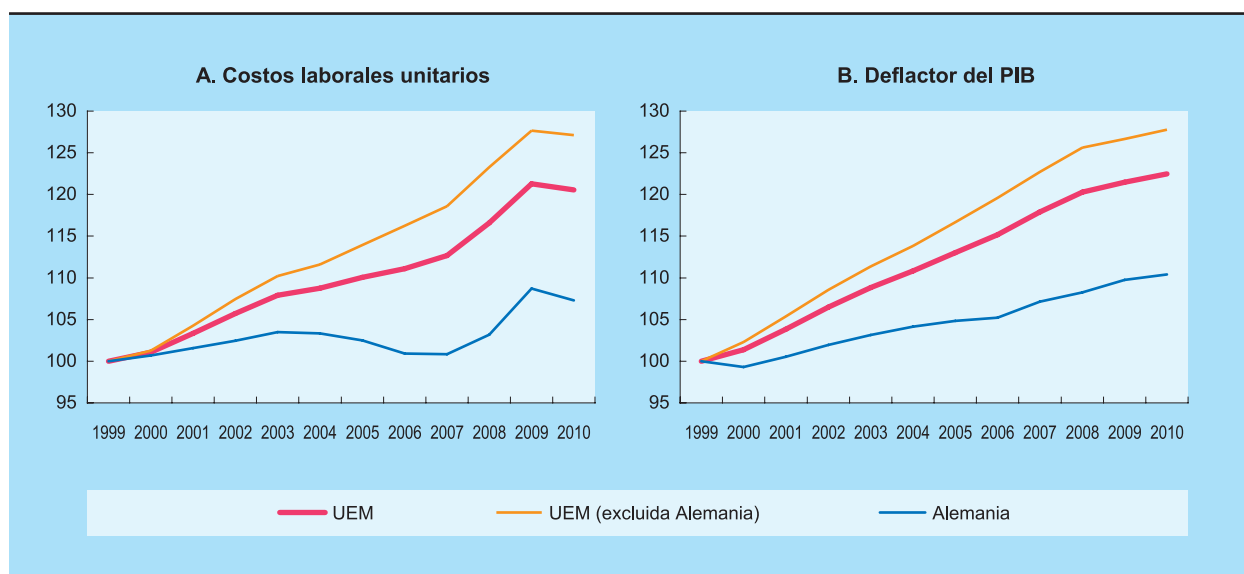
En un mundo de tipos de cambio absolutamente fijos, o en una zona con una sola moneda, una desviación duradera de los precios y los costos

laborales unitarios en un país frente a los de sus principales interlocutores comerciales genera unos déficits exteriores insostenibles y amenazan la supervivencia del acuerdo monetario. Desde esta perspectiva, la crisis de la moneda común europea era previsible. Desde finales de los años noventa, Alemania, que es la principal economía de la eurozona y el principal interlocutor comercial de los demás miembros, se ha embarcado en un intento vigoroso de combatir sus tasas altas y persistentes de desempleo. Tradicionalmente las subidas salariales nominales en Alemania habían sido moderadas y acordes con el objetivo de mantener una tasa de inflación baja, en torno al 2%, pero positiva. Pero los salarios reales (salarios nominales divididos por la inflación) habían subido de acuerdo con la productividad principalmente (PIB dividido por el número de horas trabajadas). El nuevo enfoque, inspirado en la teoría neoclásica del empleo, intentó reducir el desempleo impidiendo el alza de los costos laborales unitarios. Este giro de las políticas aplicadas en Alemania coincidió con la puesta en marcha de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM). Los costos laborales unitarios alemanes, que son el determinante más importante de los precios y la competitividad, apenas subieron después de la puesta en marcha de la UEM (gráfico 6.8), lo que

Gráfico 6.8

COSTOS LABORALES UNITARIOS Y DEFLACTOR DEL PIB EN LA UEM, 1999-2010

(Índice: 1999 = 100)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de la base de datos AMECO de la CE.

Nota: La UEM está formada por: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal.

produjo una enorme divergencia en la evolución de los costos laborales unitarios en los distintos miembros de la UEM.

En la mayoría de los países de la eurozona del sur de Europa, el crecimiento de los salarios nominales fue superior por un margen bastante estable, al crecimiento de la productividad nacional y al objetivo de inflación del 2% aprobado conjuntamente. Francia se mantuvo en el medio, con un crecimiento de los salarios nominales perfectamente acorde con la evolución de la productividad nacional y el objetivo de inflación del 2%. Sin embargo, la dinámica de estas “pequeñas” divergencias anuales adquirió tintes dramáticos cuando se repitió año tras año durante un decenio o más. Por eso, al término del primer decenio de funcionamiento de la UEM el desfase de los costos y los precios entre Alemania y los miembros de la eurozona del sur de Europa llegó a una cifra próxima al 25%, y el desfase entre Alemania y Francia al 15%. En otras palabras, el tipo de cambio real alemán se depreció considerablemente a pesar de la inexistencia de monedas nacionales.

El crecimiento divergente de los costos laborales unitarios se reflejó en unas diferencias similares de precios. Mientras que la UEM en su conjunto lograba mantener su inflación casi perfectamente dentro del objetivo del 2%, las diferencias entre los países miembros fueron amplias (gráfico 6.8). Una vez más, Francia fue de lejos el país que mejores resultados obtuvo, alineando su tasa de inflación perfectamente con el objetivo europeo, mientras que Alemania se quedaba por debajo y los países de la eurozona del sur de Europa superaban el objetivo por un amplio margen. Por consiguiente, la expectativa de que el Mercado Único Europeo produciría una igualación de los precios gracias al libre movimiento de bienes, capitales y mano de obra, no se materializó. Los desfases acumulados han dado a Alemania una ventaja absoluta importante en el comercio internacional y ha significado una desventaja absoluta para los demás países. Un producto comparable, que en 1999 se vendiera al mismo precio en el mercado europeo y en los mercados mundiales, en 2010 se podría vender en Alemania, por término medio, en comparación con los demás países de la UEM, a un precio inferior en un 25% al

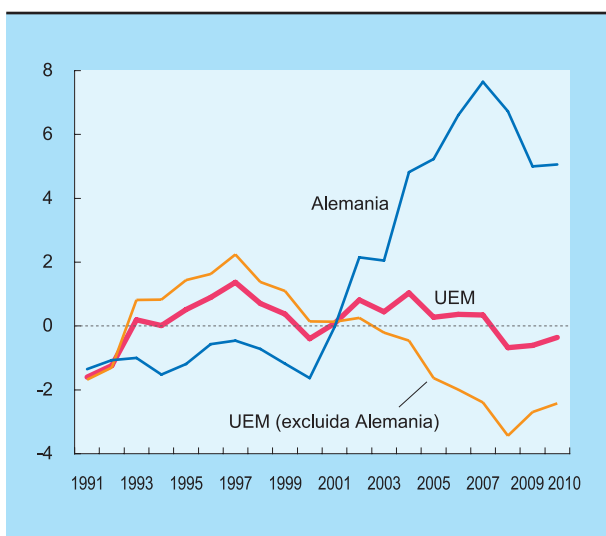
de un decenio antes, sin que afectara al margen de beneficios.

La trascendencia de esta enorme diferencia de precios y costos acumulada durante el último decenio es ilustrada por el hecho de que ha tenido una repercusión enorme y acumulada en las corrientes comerciales. Las exportaciones alemanas florecieron y sus importaciones se redujeron debido al creciente margen diferencial de precios frente a otros países. Mientras tanto, Francia y los países de la eurozona del sur de Europa acumulaban déficits comerciales y por cuenta corriente cada vez mayores. Aunque el comercio se mantuvo razonablemente equilibrado a lo largo de muchos años hasta la puesta en marcha de la unión monetaria, esta significó el inicio de un período sostenido de desequilibrios cada vez mayores (gráfico 6.9). Aun después de la crisis financiera y sus efectos devastadores sobre el comercio mundial, esta tendencia se mantuvo sin cambios: el excedente por cuenta corriente de Alemania volvió a crecer en 2010 y está encaminándose hacia un nuevo récord en 2011.

Gráfico 6.9

BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE EN LA UEM, 1991-2010

(En porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de la base de datos AMECO de la CE.

Nota: En la nota al gráfico 6.8 se enumeran los países miembros de la UEM.

La profunda recesión posterior a la crisis y los programas de austeridad aplicados por los países deficitarios tienden a reducir los déficits. Sin embargo, si estos países no logran mejorar su competitividad general, la probabilidad de una recuperación rápida es bastante reducida precisamente debido a los programas de austeridad y los drásticos recortes del gasto público. Además, cualquier posible recuperación de la demanda interna hará crecer rápidamente, una vez más, los déficits por cuenta corriente.

Desde una perspectiva a largo plazo, está claro que si los países no tienen la posibilidad de ajustar el tipo de cambio tendrán que converger permanentemente en un objetivo común de inflación. El importante desfase de la competitividad tiene que eliminarse porque, de no ser así, los países que tengan una moneda muy sobrevalorada inevitablemente generarán dudas cada vez mayores sobre su capacidad de pagar su deuda. Para que se produzca un pago neto de la deuda externa es preciso que el país deudor tenga un excedente por cuenta corriente y el país acreedor un déficit. Para conseguirlo, es indispensable un planteamiento cooperativo, o al menos una indiferencia benévola por parte de los países excedentarios (Keynes, 1919).

Los países que tienen un déficit exterior y una deuda externa insostenibles no pueden declararse en bancarrota o desaparecer como si fueran empresas; tienen que encontrar la forma de hacer frente a una situación en la que casi todas sus empresas están en desventaja absoluta frente a sus competidores de otros países. La solución menos costosa sería reducir los costos de producción (es decir, los salarios nominales principalmente) exclusivamente en aquellas partes de la economía que están expuestas a la competencia internacional. Pero esto no es posible si no se establece una diferencia salarial entre las empresas exportadoras y las que no lo son, y si la mayoría de las empresas producen tanto para la exportación como para el mercado interno. Solo una depreciación de la moneda reduciría los salarios (expresados en moneda extranjera) en caso necesario. De esta forma, la demanda interna resultaría menos afectada que si se produjera una reducción general de los salarios, pero las importaciones se encarecerían y tenderían a ser sustituidas por bienes de producción nacional, abaratándose las exportaciones en los mercados exteriores³.

Por consiguiente, en la UEM y acuerdos semejantes en los que no es posible hacer ajustes del tipo de cambio nominal, la situación es particularmente complicada porque un país deficitario no tiene la posibilidad de devaluar su tipo de cambio nominal. La única solución es devaluar el tipo de cambio real mediante una reducción salarial en el país afectado con respecto a los salarios en los países competidores que tienen infravalorado el tipo de cambio real. Si este proceso ha de basarse exclusivamente en una reducción salarial general en los países deficitarios, tendrá importantes efectos negativos en la demanda interna. Por ejemplo, si los países de la eurozona del sur de Europa intentan recuperar competitividad frente a Alemania dentro de la UEM, sus costos laborales unitarios tendrán que crecer menos que el objetivo de inflación de la Unión durante algún tiempo o en gran medida. El efecto para el conjunto de la UEM será claramente deflacionista y significará una amenaza para la recuperación, en particular si estas políticas se aplican en un entorno en el que la demanda se mantiene débil (véase también el capítulo I). El proceso de convergencia de los costos laborales

se podría facilitar, y los efectos deflacionistas indeseables para el conjunto de la UEM se podrían evitar, si los costos laborales unitarios de Alemania crecieran más rápidamente que el objetivo de inflación de la UEM durante el período de ajuste.

La experiencia de la UEM constituye una enseñanza no solo para los países miembros de la Unión sino también para otros países, en especial las economías de mercado en desarrollo y emergentes. Muestra que para evitar desajustes del tipo de cambio real, que tienen varios efectos negativos entre los que cabe mencionar los que afectan a la competitividad internacional de los productores, a la inversión interna en capacidad productiva y, por tanto, a todo el proceso de diversificación y progreso industrial, quizá sea aconsejable que estos países eviten adoptar disposiciones excesivamente rígidas con respecto al tipo de cambio. Al mismo tiempo, no deben dejar que sean las fuerzas del mercado las que determinen su tipo de cambio nominal, pues estas fuerzas están frecuentemente dominadas por movimientos especulativos de capital que pueden generar una volatilidad excesiva.

E. Una flotación administrada y basada en reglas como posible solución⁴

1. *Flexibilidad del tipo de cambio nominal*

La actual crisis financiera ha demostrado sobradamente la vulnerabilidad de las economías de mercado en desarrollo y emergentes que están expuestas a cambios repentinos de dirección de los flujos de capital. Para contener esos flujos especulativos y reducir su impacto negativo en la estabilidad económica mundial hay que intensificar la cooperación internacional en las políticas

macroeconómicas y financieras así como establecer un nuevo marco de gestión de los tipos cambiarios. Como se examinó en el *TDR 2009*, un sistema que ayude a prevenir los movimientos importantes y los desajustes de los tipos de cambio reales promoverá una mayor estabilidad de las condiciones en las que se mueve el comercio internacional y en las que se decide invertir, o no, en ampliar la capacidad productiva real. Una flotación administrada y basada en reglas que se marque por objetivo mantener estable el tipo de cambio real ayudaría a conseguir este fin y al mismo

tiempo reduciría los incentivos de las operaciones especulativas de *carry-trade*.

A diferencia del sistema de Bretton Woods y del similar Sistema Monetario Europeo (SME) anterior al euro, el sistema que se propone debe tener por objetivo prevenir la aparición de grandes desequilibrios, en lugar de corregirlos una vez que se han producido. Tanto el sistema de Bretton Woods como el SME se basaron en la idea de que los países miembros serían, en principio, capaces de lograr unos objetivos de inflación similares y que solo sería necesario modificar el tipo de cambio en circunstancias excepcionales. Por el contrario, el planteamiento basado en la idea de mantener estables los tipos de cambio reales permitiendo al mismo tiempo que, si así lo exigen determinadas circunstancias, se modifique el tipo de cambio nominal no presupone que los países pretendan lograr los mismos objetivos de inflación. Cada país puede decidir autónomamente cuál es su nivel aceptable o deseable de inflación, pero para prevenir efectos indeseables de las diferencias de inflación sobre el comercio internacional y las balanzas por cuenta corriente, toda diferencia emergente de precios y costos se compensaría inmediatamente con un ajuste proporcional del tipo de cambio nominal.

El tipo de cambio es una variable fundamental para el comercio y las transacciones financieras internacionales. Por eso, un sistema de flotación administrada y basada en reglas solo puede fundamentarse en uno de los dos principios siguientes: ajustes de los tipos de cambio nominales en función de la evolución de la paridad de poder adquisitivo (PPA); o ajustes de los tipos de cambio nominales en función de la paridad descubierta de tipos de interés (PDI). En el primer caso, el tipo de cambio real se mantendrá ajustando los tipos nominales a las diferencias de inflación (o de costos laborales unitarios). El efecto sobre el tipo de cambio real de una tasa mayor de inflación en un país se compensará devaluando el tipo de cambio nominal. En el segundo caso, los ajustes se producirán en cuanto aparezcan diferencias entre los tipos de interés aplicados en los países. De este modo desaparecerán en gran medida los incentivos para los flujos especulativos de capital

que suponen las importantes diferencias entre los tipos de interés a corto plazo que se practican en los distintos países y las repercusiones de esos flujos sobre el tipo de cambio nominal. En ambos casos, el tipo de cambio real se mantendrá estable si las diferencias de inflación se reflejan exactamente en las diferencias de tipos de interés. Si se aplica el primer

Una flotación administrada y basada en reglas que tuviera por objetivo mantener estable el tipo de cambio real ayudaría a crear unas condiciones estables para el comercio internacional...

principio se responde de forma más directa a la necesidad de evitar desequilibrios en las corrientes comerciales, mientras que aplicando el segundo se pretende más directamente evitar desequilibrios en los flujos financieros. Sin embargo, los dos enfoques tienden a lograr un resultado similar, ya que las diferencias de los tipos de interés oficiales reflejan en gran

medida diferencias de la tasa de inflación, que a su vez está relacionada muy estrechamente con cambios de los costos laborales unitarios.

Para aplicar este esquema es preciso resolver tres importantes problemas técnicos por los menos. Uno de ellos es la determinación del nivel y el margen de movimiento de los tipos de cambio nominales como punto de partida del mecanismo. Para determinar el “tipo de cambio inicial de equilibrio” adecuado será necesaria una investigación detallada del poder adquisitivo absoluto de todas las monedas. El segundo problema es la selección del indicador adecuado para medir el tipo de cambio de que se trate. En algunos casos puede haber grandes diferencias entre los indicadores de precios y los de costos. El tercer problema es la forma en que los bancos centrales aplicarán las normas. El primer problema no se abordará en este momento, pero en las siguientes secciones se examinarán posibles soluciones para el segundo y el tercer problema.

2. *Hacia una mayor estabilidad del tipo de cambio real*

Si los precios internos aumentan por cualquier motivo, el tipo de cambio real se apreciará porque las mercancías nacionales se encarecen frente a las mercancías extranjeras. Dado que un país no solo comercia con otro país, sino con muchos, el tipo de cambio *efectivo* real puede ser la variable más significativa, ya que mide el nivel de precios de

todos los interlocutores comerciales principales, y se calcula utilizando el promedio ponderado de una cesta de monedas. El tipo de cambio efectivo real mide la competitividad general de un país frente a estos interlocutores comerciales, y una apreciación efectiva real implica una pérdida de competitividad de este país⁵.

Puede haber diferencias importantes en la medición del tipo de cambio efectivo real, dependiendo de si se calcula en función de la evolución del índice de precios al consumidor (IPC) o de la evolución de los costos laborales unitarios. A largo plazo, los costos laborales unitarios (es decir, la suma de los salarios pagados para generar una unidad de un producto) son el principal determinante interno de la tasa de inflación (Flassbeck y Spiecker, 2007: 66-70). El gráfico 6.10 muestra estos dos indicadores en las cuatro economías mayores, utilizando 1995 (un año con pocos desequilibrios comerciales entre los países del G-20) como año de base para la evolución de la PPA. En ambos casos, los tipos de cambio efectivos reales del Japón y de Alemania indican un aumento importante de su competitividad en comparación con el año de base. A pesar de los persistentes excedentes comerciales de estas dos economías y de la reciente apreciación nominal del yen japonés, sus tipos de cambio reales no se apreciaron considerablemente en los años posteriores. Por otro lado, el dólar se apreció rápidamente en términos reales entre 1995 y 2001, al mismo tiempo que se registraban unos déficits elevados por cuenta corriente que se fueron acelerando. Aunque la competitividad de los Estados Unidos se ha recuperado desde entonces continuamente, solo en 2008 se recuperó el nivel de 1995 del tipo de cambio efectivo real. Las dos mediciones se han movido más o menos al unísono en estos tres países, lo que indica que se necesitan medidas políticas urgentes para reducir los desequilibrios mediante una realineación de los tipos de cambio nominales con los costos internos.

En cambio, el tipo de cambio efectivo real basado en el IPC se mantuvo razonablemente constante en China desde el final de los años noventa, pero el tipo de cambio efectivo real basado en los costos la-

borales unitarios se apreció rápidamente desde 1994. Entre 2000 y 2010 subió de forma continua y rápida, lo que indica una pérdida general de competitividad de esta economía de un 40% durante el período. Aunque los datos utilizados para estos cálculos no abarcan toda la fuerza laboral china, hay sólidos indicios de que los salarios han aumentado rápidamente en la economía china en los últimos años (OIT, 2010). Un indicador importante de esta fuerte tendencia al alza de los salarios nominales y reales es el gran aumento del consumo interno privado.

Así pues, tomando como base el tipo de cambio efectivo real basado en los costos laborales unitarios a lo largo de varios años, el aumento del saldo por cuenta corriente de China ha coincidido con una pérdida de competitividad internacional de sus productores. Este hecho puede explicarse por las particularidades del desarrollo económico chino a lo largo de los dos últimos decenios: China es la única economía de gran tamaño cuyas exportaciones e importaciones están dominadas por empresas extranjeras. El 60% de las exportaciones

... Y facilitará también las decisiones de invertir en la ampliación de la capacidad productiva real y reducirá los incentivos de las operaciones especulativas de carry-trade.

totales chinas proceden de filiales de empresas extranjeras, y la mayoría de ellas utilizan tecnologías avanzadas que incorporan una elevada productividad laboral, que se combina con unos salarios bajos en términos absolutos. Esta combinación produce unos márgenes extraordinariamente elevados de beneficios y permite a las empresas

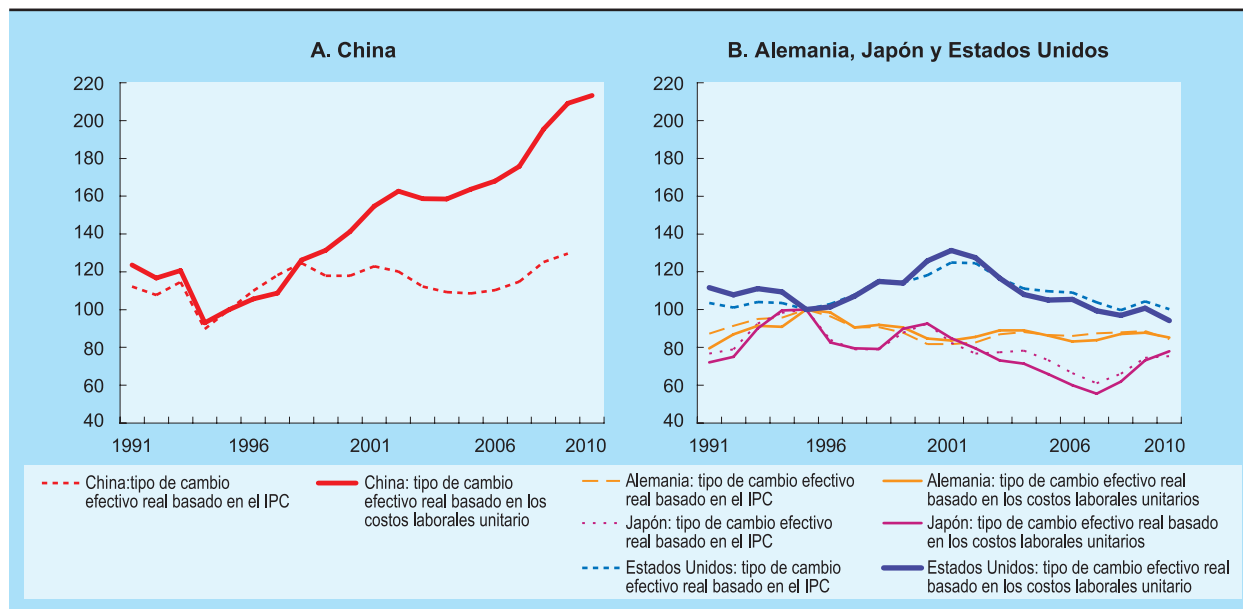
conquistar los mercados mundiales gracias a unos costos y unos precios más bajos. Aunque los salarios nominales y reales y los costos laborales unitarios hayan aumentado mucho en China en los diez últimos años, los márgenes de beneficio siguen siendo lo bastante amplios para que los productores extranjeros mantengan bajos los precios a fin de proteger su cuota de mercado. Esta ventaja de los inversores extranjeros solo disminuirá con lentitud ya que el proceso de convergencia durará muchos años, o incluso decenios, dado el bajo nivel original de los salarios y el escaso capital interno acumulado en China en comparación con las economías más desarrolladas.

Frente a lo que han sugerido algunos economistas prominentes (véase, por ejemplo, Bergsten, 2010)

Gráfico 6.10

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES EN FUNCIÓN DEL IPC Y DE LOS COSTOS LABORALES UNITARIOS EN DETERMINADOS PAÍSES, 1991-2010

(Índice, 1995 = 100)



Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD a partir de la base de datos *International Financial Statistics* del FMI; y Economist Intelligence Unit.

China no puede ser acusada de un comportamiento desleal en el comercio internacional por haber mantenido un tipo de cambio nominal fijo. Lo que importa para competir en los mercados internacionales no es el tipo de cambio nominal, sino el tipo de cambio efectivo real y cómo evoluciona, porque este último dato es el que debe utilizarse para estimar el impacto de los costos internos en las corrientes y los desequilibrios comerciales. Aun teniendo en cuenta algunas dudas sobre la exactitud de los datos, China ha experimentado sin duda una apreciación real importante de su moneda en los últimos años, ya que los salarios nominales y reales han ido subiendo con mucha mayor rapidez, en relación con la productividad, que en otras economías importantes.

Dado que China sirve de centro de la producción manufacturera, y utiliza la tecnología más avanzada que puede obtenerse en todo el mundo, el tipo de cambio efectivo real basado en los costos laborales unitarios es el indicador más fiable de la competitividad del país. Si los costos laborales aumentan mucho en comparación con la

productividad, como ha sucedido en China, se reduce la competitividad frente a los productores de los países en los que el aumento de los costos laborales ha sido inferior. Al mismo tiempo, si el tipo de cambio efectivo real basado en el índice de precios se mantiene sin cambios, la situación económica de los productores se deteriora a pesar de todo porque aceptan reducir su margen de beneficios para mantener el volumen de su comercio. En este caso, el tipo de cambio efectivo real basado en los costos laborales unitarios muestra el auténtico resultado, mientras que el tipo de cambio efectivo real basado en el IPC induce a error.

3. Ajuste del tipo de cambio de acuerdo con la paridad descubierta de tipos de interés

Una flotación administrada y basada en reglas, en lugar de fijarse como objetivo el tipo de cambio real remitiéndose a la evolución de la PPA, puede remitirse también a la magnitud del diferencial de tipos de interés, denominado también paridad

descubierta de tipos de interés (PDI). De acuerdo con este enfoque, el tipo de cambio nominal se ajustaría periódicamente en función de la diferencia entre el tipo de interés interno y el de una moneda de referencia.

A fin de prevenir operaciones especulativas de *carry-trade* a corto plazo, la PDI debe basarse en el tipo practicado en el mercado monetario a corto plazo (idealmente a un mes, ya que es más estable que los tipos diarios), que normalmente tiene una estrecha relación con el tipo oficial fijado por los bancos centrales. Desde una perspectiva técnica, es más fácil de aplicar una regla basada en la PDI que una basada en la PPA. Diariamente se dispone de datos sobre los tipos de interés, mientras que los datos sobre la inflación o los costos laborales unitarios por lo general se publican con un retraso de un mes aproximadamente.

A corto plazo, los resultados de aplicar una regla o la otra pueden diferir enormemente, en especial si un banco central utiliza el tipo de interés a corto plazo como principal instrumento de política macroeconómica. En otras palabras, si el tipo de cambio se fija en función de la evolución de la PPA, puede quedar algún margen para obtener beneficios derivados de las diferencias de tipos de interés. En ese caso puede ser necesario complementar la flotación administrada con controles de capital. Por otro lado, la utilización de la PDI puede dar lugar a desviaciones de la PPA a corto plazo. Estas desviaciones serán menores si las políticas de ingresos forman parte de los instrumentos

macroeconómicos que se utilizan en la lucha contra la inflación (*TDR 2010*, cap. V, sección C). Sin embargo, cualquier desviación temporal de este tipo parecerá de menor importancia relativa en comparación con las grandes oscilaciones de los tipos de cambio a corto y medio plazo que se producen actualmente con el régimen de tipos de cambio flexibles⁶.

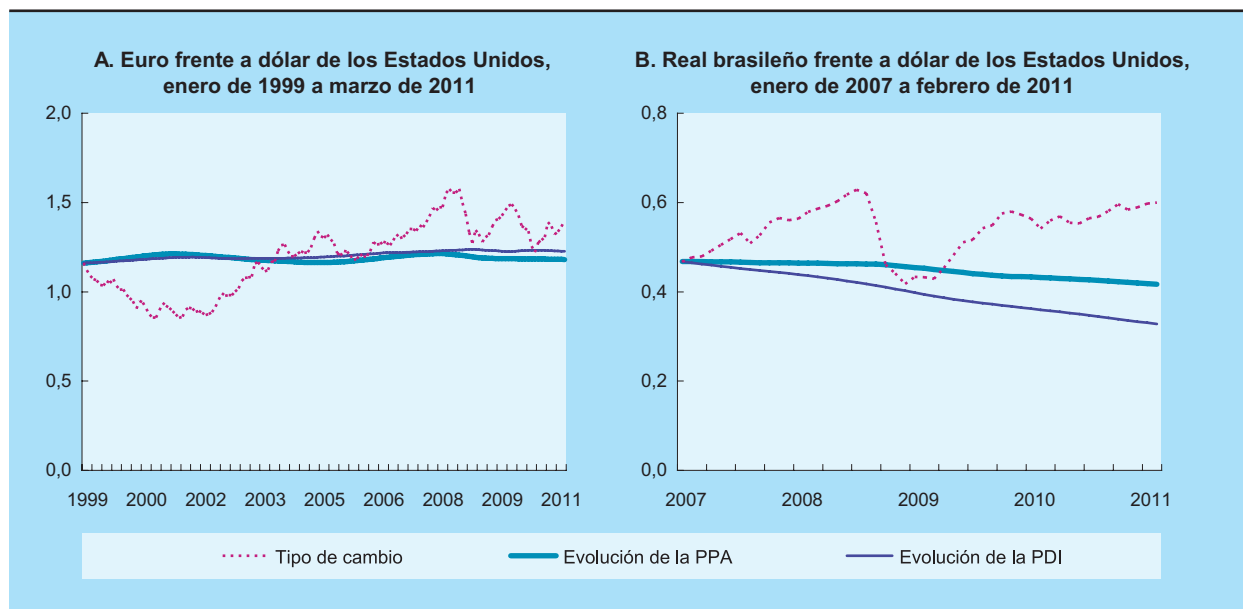
En principio, la aplicación de la regla basada en la PDI se puede considerar una aplicación implícita de la basada en la PPA. Sin embargo, en aquellos casos en los que la inflación interna, y por tanto el tipo de interés oficial interno, son muy altos, la devaluación resultante de una flotación administrada de acuerdo con la regla basada en la PDI producirá un rápido aumento de los precios de las importaciones y, por tanto, alimentará más la inflación. En este caso, la solución más adecuada podría ser aplicar la regla de la PPA basada en los costos laborales unitarios.

En el caso del tipo de cambio entre el euro y el dólar durante los 12 últimos años, las diferencias son casi insignificantes (gráfico 6.11A). Tratándose de otras monedas, en especial las de los mercados emergentes, las diferencias son mayores. Por tanto, la elección dependerá de las circunstancias concretas de cada país. No obstante, la aplicación de cualquiera de las dos reglas en un país como el Brasil hubiera evitado la rápida apreciación real e injustificada de su moneda (gráfico 6.11B).

1. Eficacia de la intervención en los

Gráfico 6.11

**TIPOS DE CAMBIO DE DETERMINADAS MONEDAS: VALORES REALES
Y EVOLUCIÓN SIMULADA DE LA PPA Y LA PDI**



Fuente: Cálculos de la UNCTAD basados en Bloomberg; y base de datos *International Financial Statistics* del FMI.

F. Limitaciones y eficacia de la flotación administrada

mercados de divisas

Cualquiera de los dos enfoques de la flotación administrada y basada en reglas que se explicaron en la sección anterior implica una intervención continua de los bancos centrales en el mercado de divisas. Por consiguiente, una cuestión importante es si esta intervención es viable en vista del enorme volumen de transacciones en los mercados de divisas actuales. Se ha argumentado que las intervenciones en los mercados de divisas no son eficaces y que no es posible controlar el tipo de cambio debido a la elevada movilidad del capital, y a que los intentos de esterilizarla pueden resultar fútiles si

se tiene en cuenta el enorme volumen de los flujos internacionales de capital. Cualquier intento de un banco central de controlar el tipo de cambio mediante intervenciones en el mercado de divisas tarde o temprano hará que se pierda el control de la oferta monetaria interna (Lee, 1997: 3).

La afirmación de que las intervenciones en el mercado de divisas son ineficaces adolece de una importante debilidad metodológica, a saber, que para discutirla se necesitaría una teoría generalmente aceptada sobre la determinación del tipo de cambio en un régimen de tipos totalmente flexibles. Esa teoría sencillamente no existe. Además, los bancos centrales no anuncian públicamente sus objetivos

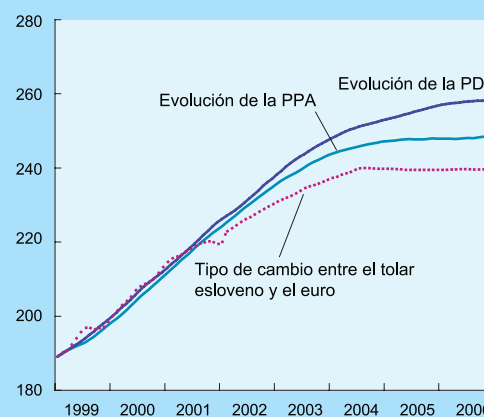
Recuadro 6.1

ESLOVENIA – UN EJEMPLO DE FLOTACIÓN ADMINISTRADA CON ÉXITO

Un ejemplo poco conocido de la aplicación con éxito de una estrategia de flotación administrada es el caso de Eslovenia (véase Bohnc y Kořak, 2007) antes de que se uniera a la zona del euro. En su informe anual de 2003, el Banco de Eslovenia describi3 su estrategia de la siguiente forma: “El Banco de Eslovenia administr3 el tipo de cambio euro/tolar de conformidad con el principio de paridad descubierta de tipos de inter3s, teniendo en cuenta la inflaci3n pasada y las expectativas inflacionistas, los tipos de inter3s oficiales del BCE y la prima impl3cita de riesgo. Al mismo tiempo se fij3 como objetivo mantener el nivel de los tipos de inter3s reales, reducir la inflaci3n y hacer converger los tipos de inter3s nominales para cumplir las condiciones de acceso a la UEM” (Banco de Eslovenia, 2003: 23).

Durante muchos a3os, el tipo de cambio del euro frente al tolar esloveno mantuvo una evoluci3n muy estable en funci3n de la PDI (gr3fico), siendo ambas id3nticas entre enero de 1999 y finales de 2001. A partir de esa fecha, el tipo de cambio mostr3 una tendencia ligeramente m3s plana pero todav3a muy estable. A partir de enero de 2004 se plante3 como objetivo mantener estable el tipo de cambio frente al euro ya que el tolar se integr3 en el Mecanismo Europeo de Tipos de Cambio II.

TIPO DE CAMBIO ENTRE EL TOLAR ESLOVENO Y EL EURO: VALORES REALES Y EVOLUCI3N SIMULADA DE LA PPA Y LA PDI, ENERO DE 1999 A DICIEMBRE DE 2006



Fuente: C3lculos de la secretar3a de la UNCTAD a partir de la base de datos de *International Financial Statistics* del FMI.

concretos y es probable que estos cambien con el paso del tiempo, lo que dificulta analizar emp3ricamente si las intervenciones han logrado el objetivo previsto. La ineficacia implicar3a que unas ventas o unas compras adicionales importantes de un activo no repercuten en su precio de mercado. Esto solo ser3a plausible si la intervenci3n del banco central desencadenara un cambio de la demanda o la oferta de ese activo por otros participantes en el mercado en una cuant3a que compensara exactamente las ventas o las compras del banco central. Dado que las intervenciones de los bancos centrales normalmente se realizan en secreto, resulta imposible que los participantes en el mercado las compensen sistem3ticamente con sus respuestas.

La posibilidad de una intervenci3n eficaz depende de su orientaci3n: la intervenci3n de un banco central para detener la depreciaci3n de su moneda es mucho menos probable que tenga 3xito que si intentara detener su apreciaci3n. Para frenar

una tendencia a la depreciaci3n, un banco central tiene que comprar su propia moneda en el mercado de divisas vendiendo moneda extranjera. En el sistema actual, el alcance de una intervenci3n de este tipo est3 limitado por el volumen de las reservas de divisas acumuladas anteriormente. Los participantes en los mercados financieros por supuesto conocen esta limitaci3n y, por eso, con frecuencia especulan con 3xito contra el banco central. En cambio, un banco central que pretenda prevenir una apreciaci3n de su moneda la vender3 para comprar divisas. Como no hay l3mites a la oferta de la propia moneda, no hay obst3culos cuantitativos a esa intervenci3n de forma que los participantes en el mercado estar3n desmotivados para especular de forma persistente contra esta forma de intervenci3n⁷. Por consiguiente, las econom3as de mercado en desarrollo y emergentes deben fijar objetivos para los tipos de cambio reales de forma que se prevenga una revaluaci3n excesiva (véase el recuadro 6.1).

2. Alcance y costo de la esterilización de las intervenciones en los mercados de divisas

Otro argumento contra una política de intervención en los mercados de divisas es el costo potencial de la esterilización de estas intervenciones (Lee 1997: 5; Bénassy-Quéré y Pisani-Ferry 2011: 30). En condiciones normales, las posiciones mayores que figuran en el activo del balance de un banco central redescuentan créditos al sistema bancario interno y bonos del Estado. El banco central que compra una determinada cantidad de activos extranjeros tiene que reducir en la misma cuantía el redescuento de créditos si quiere evitar las consecuencias en la base monetaria de esta intervención. Por otro lado, el redescuento de créditos al sistema bancario interno es una operación a corto plazo que puede ser ajustada con facilidad y el volumen de los bonos del Estado en manos del banco central se puede reducir en un plazo muy breve mediante ventas en el mercado abierto.

Aunque la presión al alza sobre el tipo de cambio sea tan fuerte que exija una intervención en una escala que exceda de la suma del redescuento de créditos y otros activos nacionales en manos del banco central, el banco puede seguir esterilizando el efecto de liquidez de su intervención en el mercado de divisas emitiendo bonos a corto plazo. Como alternativa, puede ofrecer a los bancos la posibilidad de depositar el exceso de liquidez en una cuenta remunerada del banco central. En principio, ambos instrumentos se pueden utilizar sin límites cuantitativos. Por consiguiente, el sistema bancario nacional puede pasar de una posición deudora neta a una posición acreedora neta frente al banco central (véase el ejemplo del banco central de China en el recuadro 6.2). De resultas de ello, el tipo de interés oficial con el que el banco central controla el mercado monetario interno dejará de ser el tipo que aplica en sus operaciones de redescuento; pasará a ser el tipo que paga por el servicio de depósito o el rendimiento que ofrece por sus bonos a corto plazo.

El costo de las intervenciones esterilizadas viene determinado por el gasto que representa el pago de intereses y las pérdidas o ganancias que generan las reservas de divisas del banco central. Los gastos que genera el pago de intereses vienen determinados por la merma de los ingresos obtenidos por

el cobro de intereses, debido a las menores operaciones de redescuento de créditos, más los eventuales intereses que pague el banco central por el servicio de depósito o por los bonos de esterilización, menos los ingresos en concepto de intereses que generen los activos extranjeros adquiridos mediante la intervención. Si el tipo oficial interno es superior al tipo externo a corto plazo, la intervención esterilizada del banco central le hará efectivamente incurrir en una pérdida por la diferencia de tipos de interés. Sin embargo, el costo total de las intervenciones esterilizadas viene también determinado por el valor de los activos extranjeros netos. Si el objetivo del tipo de cambio se fija en función de la evolución de la PDI o de la PPA y el tipo de interés interno es superior al tipo externo, el valor de los activos extranjeros aumenta al apreciarse la moneda extranjera. De este modo, los costos por intereses de las intervenciones esterilizadas del banco central son compensados por la ganancia derivada de la revaluación de los activos extranjeros.

Suponiendo que el banco central no tenga activos extranjeros antes de la intervención esterilizada y que, por consiguiente, el tipo de cambio se ajusta de acuerdo con la paridad descubierta de tipos de interés, las ganancias generadas por la revaluación de los activos extranjeros compensan las pérdidas provocadas por la diferencia entre los intereses obtenidos por los títulos extranjeros y los intereses pagados a los bancos nacionales por los instrumentos de esterilización. Sin embargo, puede haber algunos costos para la economía en general, ya que, como en el caso del valor de los activos extranjeros del banco central, también subirá el valor en moneda nacional de la deuda extranjera privada y pública del país. Por tanto, el resultado neto dependerá de que la economía en su conjunto sea deudora o acreedora neta con el extranjero. Por lo tanto, en la medida en que un país tenga una deuda exterior neta elevada debería ser más precavido en la utilización de esta estrategia.

En cualquier caso, aunque la aplicación de un sistema de flotación administrada basada en la PPA/PDI tenga algunos costos, es probable que estos sean compensados en gran medida por las ganancias macroeconómicas que supondrá una mayor estabilidad y previsibilidad del tipo de cambio gracias a la mayor competitividad internacional de los productores nacionales, la mayor estabilidad de las condiciones para la inversión en capacidad productiva real y por tanto un crecimiento más rápido del PIB

Recuadro 6.2

ESTERILIZACIÓN DE LAS INVERSIONES Y BALANCE GENERAL DEL BANCO CENTRAL DE CHINA

El balance general del Banco Popular de China sirve de ejemplo de aquellos casos en los que el banco central pretende esterilizar el aumento de liquidez que genera su intervención en el mercado de divisas dentro del sistema bancario interno atrayendo depósitos bancarios y emitiendo bonos de esterilización.

BALANCE SIMPLIFICADO DEL BANCO POPULAR DE CHINA, DICIEMBRE DE 2010

(En miles de millones de yuan)

<i>Activos</i>		<i>Pasivo</i>	
Activos extranjeros	21 542	Bonos a corto plazo	4 050
Créditos a otras sociedades de depósito	949	Base monetaria	18 531
Otros activos internos	3 437	Otras obligaciones	3 347
Total	25 928	Total	25 928

Fuente: Balance general de la Autoridad Monetaria del Banco Popular de China, base de datos de análisis y estadísticas, disponible en: <http://www.pbc.gov.cn/publish/html/2010s04.htm>.

En la cuenta de activos, las reservas de divisas representan el 83% del total, mientras que los créditos a instituciones de depósito solo representan el 4% del activo del banco central. En la cuenta de pasivo, el 16% del total está constituido por bonos. El banco central de China utiliza en gran medida los requisitos de reservas mínimas para esterilizar sus intervenciones en el mercado de divisas, lo que explica el elevado porcentaje que representa la base monetaria en el total. Desde abril de 2011 se exige un porcentaje sin precedentes de reservas mínimas del 20%. Desde la perspectiva del banco central, la esterilización de sus intervenciones a través de las reservas mínimas puede tener la ventaja de evitar el pago de intereses a los bancos. Sin embargo, las reservas mínimas que no devengan intereses constituyen un impuesto implícito a la intermediación bancaria en los créditos, lo que representa un fuerte incentivo para canalizar los fondos fuera del sistema bancario formal. Esta consecuencia puede evitarse si, como sucede en China y en otros países, las reservas mínimas devengan intereses (para China, véase Geiger, 2008).

G. Cooperación internacional en la gestión de los tipos de cambio

La flotación administrada basada en reglas puede practicarse como estrategia cambiaria unilateral o, si la intervención tiene un alcance mucho mayor, mediante acuerdos bilaterales o como elemento fundamental de la cooperación

monetaria regional. Sin embargo, lo más beneficioso para la estabilidad financiera internacional sería la aplicación multilateral de las normas de la flotación administrada, como parte de una gobernanza financiera mundial.

Cuando la estrategia de flotación administrada se adopta con un enfoque unilateral ofrece protección a los países individuales contra la amenaza de operaciones de *carry-trade*, es decir, cuando el tipo de interés interno es superior al tipo de interés practicado en el país de la moneda de referencia. El motivo de ello es que se reduce de forma considerable, o se elimina totalmente, el potencial de beneficio sin riesgo que suponen este tipo de operaciones. Por esta vía se puede evitar la apreciación de los tipos de cambio nominales y reales y sus consecuencias negativas para la competitividad del sector comercial de una economía. También se suprime el incentivo para que los deudores nacionales se endeuden en moneda extranjera, cuando ello no sea indispensable por falta de divisas obtenidas de ingresos de exportación. La crisis asiática, pero también la experiencia de Islandia y de algunos países de Europa Oriental durante el último decenio, muestran los elevados riesgos que supone la deuda de los hogares y las empresas expresada en moneda extranjera. Sin embargo, la flotación administrada unilateral basada en reglas tropieza con la dificultad que supone la limitación de las reservas de divisas si aumenta la presión en favor de una depreciación, como antes se ha examinado. Esta dificultad solo puede superarse si los bancos centrales cooperan entre sí. Si dos bancos centrales que han decidido determinar de forma bilateral el tipo de cambio están dispuestos a cooperar, uno de ellos estará siempre en una posición más sólida que el otro porque puede intervenir con su propia moneda.

La flotación administrada bilateralmente permite a dos países un control casi perfecto de su tipo de cambio bilateral. Dado que la presión en favor de la revaluación de una moneda tiene siempre el reflejo inmediato de una presión en favor de la depreciación de la otra, los dos países pueden defender su paridad bilateral sin la limitación que supone la disponibilidad de reservas en el caso de una intervención unilateral (intervención simétrica). En otras palabras, ninguno de los dos países estará expuesto a convertirse en presa de un ataque especulativo contra su paridad bilateral. Está claro, por otro lado, que para que funcione sin fricciones esta solución bilateral los dos países deben

aplicar unas políticas macroeconómicas bastante similares.

En un enfoque regional de la flotación administrada, un grupo de países puede aprobar una política cambiaria común basada en las reglas de la flotación administrada que antes se han examinado en este capítulo. Pueden aprobar una matriz de paridades cambiarias bilaterales, que se modificaría continuamente en función de la PPA y/o la PDI. El Sistema Monetario Europeo precedente a la introducción del euro se puede considerar un sistema de flotación administrada *de facto*, en el que los ajustes se hacían de forma discreta, interviniendo el banco central alemán en favor de las monedas más débiles del sistema, y en el que había una amplia disponibilidad de créditos de intervención a corto plazo. Un sistema similar de flotación dirigida basada en reglas podría ser un componente fundamental de la cooperación monetaria regional en partes de Asia y América Latina.

Un sistema internacional de flotación administrada se puede establecer en forma de un mecanismo múltiple de centros y conexiones. Las principales monedas (es decir, dólar, euro, renminbi, yen, libra esterlina) pueden formar una red de relaciones cambiarias bilaterales basadas en la PPA y/o la PDI, con un compromiso de intervención bilateral en caso necesario. Los restantes países pueden elegir uno de estos centros como moneda de referencia y organizar, en colaboración con el banco central de un país cuya moneda sirva de “centro”, un mecanismo bilateral de equilibrio de los tipos de cambio nominales. Por supuesto, para ello será necesario el compromiso de los bancos centrales de los países cuya moneda sirva de “centro” de intervenir en favor de los países con moneda más débil en caso de que estos sufran una fuerte presión en favor de su devaluación.

En cualquier caso, si el sistema puede impedir la apreciación de una moneda a causa de flujos especulativos de capital, será mucho menor el riesgo de un ataque especulativo que posteriormente genere presiones bajistas. De este modo se reducirá también la necesidad de que los bancos centrales acumulen

Si puede evitarse la apreciación de una moneda a causa de flujos especulativos de capital, disminuirá considerablemente el riesgo de un ataque especulativo para forzar su depreciación.

reservas de divisas por precaución, y efectúen intervenciones simétricas. No obstante, en caso de que se produzca una presión depreciadora, otra línea de defensa será la utilización de controles de capital como medida complementaria. La existencia

de unos tipos de cambio previsible es por lo menos tan importante para el funcionamiento del sistema de comercio internacional como el cumplimiento de unas normas de política comercial convenidas multilateralmente.

H. La política económica y el papel de la intervención

De lo que se ha dicho en el presente capítulo se deduce claramente que es posible crear un sistema monetario mundial basado en reglas. Este sistema:

- Conduciría a un sistema de comercio internacional equitativo,
- Crearía unas condiciones de igualdad para las empresas,
- Evitaría los efectos negativos de la competencia entre países,
- Ampliaría el espacio de actuación de las políticas monetarias nacionales, y
- Minimizaría las fricciones que generan los flujos de capital a corto plazo.

Un sistema fundamentado en la intervención coherente de las autoridades monetarias sobre la base de unas reglas acordadas internacionalmente ayudaría a los Estados soberanos a abrir sus economías y beneficiarse recíprocamente de un mayor intercambio de bienes y servicios.

Es fundamental que haya un sistema monetario que funcione correctamente, ya que es la válvula que regula la presión en todas las partes del sistema, impidiendo que esta presión aumente en algunas partes de forma tal que se ponga en peligro la supervivencia de todo el sistema. Hay pruebas abundantes de que el mercado, abandonado a sus propios mecanismos, es incapaz de fijar unos tipos de cambio que reflejen las variables económicas fundamentales de los países que desean intercambiar

bienes y servicios. Las autoridades responsables de las políticas económicas internacionales han dado por supuesto, con frecuencia, que el sistema internacional tiene que intentar absorber principalmente las crisis que se producen en la economía real. Sin embargo, después de varios decenios de experiencia ha quedado perfectamente claro que las crisis monetarias, en particular en los sistemas de tipos de cambio flexibles, son mucho más importantes y pueden ser peligrosas si no se gestionan colectivamente. La divergencia de los valores nominales entre las economías se ha convertido en una característica mucho más frecuente de la economía globalizada que la divergencia real.

Puede no ser fácil convencer a Estados soberanos, algunos con bancos centrales independientes, de que acepten la necesaria cooperación monetaria. Eso explica por qué la principal y urgente labor de la comunidad internacional es encontrar una norma no partidista que defina los valores recíprocos de las monedas. A falta de un sistema propiamente dicho, los países individuales solo pueden encontrar soluciones temporales y pragmáticas a sus problemas de sobrevaloración o infravaloración. Una de ellas es la intervención en los mercados monetarios, incluso de forma diaria; otra es establecer controles de capitales o gravar las entradas de capital especulativo. Estas medidas están perfectamente justificadas cuando prevalece la opinión de que el mercado es capaz de fijar los tipos de cambio correctos. Sin embargo, no resuelven

el problema más acuciante, es decir, el de aplicar el “imperativo categórico” del mercado cambiario internacional, que exigiría establecer un valor internacional de la moneda de un país que todos sus interlocutores comerciales puedan aceptar.

En este capítulo se recomiendan con este fin dos reglas que son de algún modo complementarias. La regla de la PPA, basada en los diferenciales de inflación, pretende asegurar una igualdad de condiciones para el comercio internacional y prevenir crisis debidas a la falta de competitividad de todo un país. La regla de la PDI pretende impedir que haya diferencias entre los tipos de interés y reducir al mínimo, de este modo, los flujos de capital a corto plazo que utilizan estas diferencias para especular con monedas, y que con frecuencia impulsan el valor de la moneda en la dirección equivocada (es decir, alejándolo de las variables económicas fundamentales) durante largos períodos de tiempo. Mientras que la regla de la PPA se puede considerar el “imperativo categórico” porque neutraliza directamente las crisis nominales provocadas por los diferenciales de inflación y crea unas condiciones de igualdad en el área monetaria de la economía, la regla de la PDI es más pragmática y se puede aplicar durante períodos mucho más cortos. Esto último tiene alguna importancia en un mundo de operaciones financieras de alta frecuencia, en el que los participantes en el mercado actúan en segundos para explotar diferencias de precio. En esta situación, los bancos centrales que adoptan el enfoque de la PDI pueden utilizar programas informáticos que dirijan el tipo de cambio con rapidez similar a la de los participantes en el mercado a fin de eliminar el incentivo para este tipo de especulación desestabilizadora. El enfoque de la PPA, en el que los datos fundamentales (los diferenciales de inflación) solo se conocen normalmente mes a mes, se puede considerar la regla general a medio plazo que ha de restablecerse si los tipos de cambio basados en la PDI se descontrolan debido a medidas extraordinarias de política monetaria.

Aunque haya que debatir más los términos concretos de este plan, puede llegarse a un acuerdo

de principios. Quienes lo rechacen, alegando por ejemplo que los gobiernos no pueden saber mejor que los mercados cuál es el valor correcto de una moneda, deben considerar el funcionamiento de los mercados financieros y reconocer que estos mercados han fracasado. El motivo de este fracaso es fácil de entender. Reconocerlo no significa poner en duda la idea de la superioridad del mercado cuando se trata de establecer en general los precios en los mercados individuales, pero hay una importante diferencia entre los mercados financieros y los mercados normales de bienes y servicios. Esta diferencia estriba en la información (como se examinó en el capítulo V). Los precios en los mercados de bienes se determinan sobre la base de datos de que disponen individualmente muchos productores y consumidores independientes (por ejemplo, el mercado atomizado de Hayek (1949)). En los mercados financieros no circula demasiada información individual basada en preferencias; estos mercados se caracterizan más bien por el intento permanente de adivinar cuál va a ser el comportamiento de todos los demás participantes en el mercado. Todos los participantes en el mercado disponen más o menos de la misma información general sobre el

conjunto de la economía o sobre un mercado especial, pero debido a ello este mercado está mucho más determinado por las expectativas de lo que otros harán. Este comportamiento gregario es una característica general y persistente de estos mercados, y hace exactamente lo contrario de lo que se espera de un mercado atomizado como el descrito por Hayek. El procesamiento de información individual independiente es sustituido por presunciones, y en último extremo apuestas, sobre el resultado más probable de la actuación del mercado basadas en una información compartida por todos, y siempre incompleta, sobre los acontecimientos futuros. No hay motivo para creer que los gobiernos o los bancos centrales no pueden participar en este juego con el mismo éxito que otros participantes en el mercado.

En lo que respecta al mercado de divisas, los gobiernos y sus respectivos bancos centrales generan ellos mismos la información más importante,

La intervención de los gobiernos y los bancos centrales en los mercados financieros no debe considerarse una excepción al principio de libertad de los mercados, sino un medio para que estos mercados funcionen con mayor eficiencia.

a saber, los datos sobre las tasas de inflación y los tipos de interés. Dado que los tipos de interés a corto plazo son fijados directamente por los bancos centrales con la finalidad de lograr un determinado objetivo de inflación, sería absurdo sostener que los mercados saben mejor que dos bancos centrales cuál es el precio relativo correcto de sus dos monedas. Con la misma eficiencia con que pueden fijar objetivos nacionales y utilizar sus instrumentos para lograrlos, los bancos centrales pueden también determinar el precio relativo de dos monedas. Es evidente que el precio que pueden acordar periódicamente será un precio basado en la PDI o la PPA.

De ahí que la intervención de los gobiernos y los bancos centrales en los mercados financieros no deba considerarse una excepción al principio de libertad de los mercados, sino más bien un medio para conseguir que estos funcionen con mayor eficiencia. La experiencia ha demostrado que si se dejan totalmente en manos de las fuerzas del mercado los precios macroeconómicos más importantes (por ejemplo, el tipo de cambio, el tipo de interés y el nivel salarial) hay una elevada probabilidad de que las consecuencias tengan un fuerte efecto desestabilizador, lo que en último extremo exigirá una intervención del gobierno todavía más amplia. ■

Notas

- 1 Muchos países en desarrollo no reciben entradas de capital a corto plazo de este tipo y, por consiguiente, están menos expuestos a la presión en favor de la apreciación de sus monedas, a pesar de que sus tipos de interés sean altos. Esto se debe, dados los elevados costos de transacción que se registran en esos países, a que el diferencial de tipos de interés tendría que ser muy grande para que la transacción fuera rentable. Estos costos elevados se deben a la ausencia de una infraestructura financiera adecuada que permita o facilite las inversiones financieras a corto plazo o a que los inversores estén preocupados por la seguridad de sus inversiones en algunos de esos países.
- 2 La relación se define como el diferencial de tipos de interés a tres meses entre la moneda de financiación y la de destino, dividido por la volatilidad implícita a un mes del tipo de cambio bilateral.
- 3 En cualquier caso, los salarios reales se reducen en general en el país que deprecia su moneda en la medida en que la inflación tiende a aumentar al subir los precios de las importaciones.
- 4 En esta sección se ha tomado como base un documento preparado por Bofinger, 2011.
- 5 En el presente análisis, cuando se mencionan los tipos de cambio reales se hace referencia a los tipos de cambio efectivos reales.
- 6 A medio plazo, la diferencia entre los dos planteamientos no es importante. Para simplificar el asunto, podemos suponer que dos países determinan su tipo de interés oficial (i) según la fórmula de Taylor: $i = r + \pi + 0,5 (\pi - \pi^T) + 0,5$ y. Si ambos países utilizan la misma fórmula, y suponiendo que a medio plazo la diferencia de producción (y) y la diferencia de inflación (es decir, la diferencia entre el tipo de inflación real (π) y el tipo de inflación previsto (π^T)) son iguales a cero, y que el tipo de interés real (r) es idéntico, las diferencias entre los tipos de interés nominales y las tasas de inflación serán también idénticas.
- 7 Como el banco central puede crear los títulos de deuda con los que adquiere divisas *ex nihilo*, no es correcto afirmar que las intervenciones de esterilización “desvían ahorro que podría destinarse a usos más productivos” (Bénassy-Quéré y Pisani-Ferry, 2011: 31; véase también el *TDR 2009*, cap. IV, recuadro 4.2).

Bibliografía

- Banco de Eslovenia (2003). Annual Report 2003. Ljubljana, Slovenia. Available at: http://www.bsi.si/iskalniki/letna_porocila_en.asp?MapaId=711.
- Bénassy-Quéré, A. y Pisani-Ferry, J. (2011). What international monetary system for a fast-changing world economy? Bruegel Working Paper N° 06, April Brussels.
- Bergsten, C. F. (2010). Correcting the Chinese exchange rate. Testimony before the Hearing on China's Exchange Rate Policy, Committee on Ways and Means, United States House of Representatives, 15 September. Available at: <http://www.iie.com/publications/testimony/bergsten20100915.pdf>.
- Bofinger, P. (2011). The scope for foreign exchange market interventions. Mimeo. Background paper prepared for UNCTAD's *Trade and Development Report, 2011*.
- Bohnc, D. y Košak, M. (2007). Central Bank Sterilization Policy: The Experiences of Slovenia and Lessons for Countries in Southeastern Europe. In: Proceedings of OeNB Workshops. Oesterreichische Nationalbank, Workshop N° 12, March. Available at: http://www.oenb.at/de/img/workshop_12_tcm14-65927.pdf.
- Comunicado del G-20 (2010). Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, Gyeongju, Republic of Korea, 23 October 2010. Available at: www.g20.utoronto.ca/2010/g20finance101023.pdf.
- Flassbeck, H. y Spiecker, F. (2007). Das Ende der Massenarbeitslosigkeit, Mit richtiger Wirtschaftspolitik die Zukunft gewinnen. Frankfurt, Westend.
- FMI (2010). Regional Economic Outlook, Western Hemisphere, October, Washington, DC.
- Geiger, M. (2008). Instruments of Monetary Policy in China and their Effectiveness: 1994-2006. UNCTAD Discussion Paper N° 187, February, United Nations Conference on Trade and Development, Geneva.
- Hayek, F. A. (1949). *Individualism and Economic Order*. London, Routledge and Kegan Paul.
- Keynes, M. (1919). The Economic Consequences of the Peace, In: Johnson, E. y Moggridge, D., eds. (1971), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. II. London and Basingstoke, Macmillan.
- Lee, J. Y. (1997). Sterilizing capital inflows. *Economic Issues* N° 7. Washington, DC, International Monetary Fund.
- OIT (Organización Internacional del Trabajo) (2010). Global Wage Report 2010/11: Wage Policies in Times of Crisis. Geneva.
- UNCTAD (*TDR 2008*). *Trade and Development Report, 2008. Commodity prices, capital flows and the financing of investment*. United Nations publications, Sales N° E. 08.II.D.21, New York and Geneva.
- UNCTAD (*TDR 2009*). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the global crisis: Climate change mitigation and development*. United Nations publications, Sales N° E. 09.II.D.16, New York and Geneva.
- UNCTAD (*TDR 2010*). *Trade and Development Report, 2010. Employment, globalization and development*. United Nations publications, Sales N° E. 10.II.D.3, New York and Geneva.



CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS
SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO

Palais des Nations
CH-1211 GINEBRA 10
Suiza
(www.unctad.org)

Algunas publicaciones de la UNCTAD

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2010 Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta. S.10.II.D.3
Empleo, globalización y desarrollo ISBN 978-92-1-112807-9

- Capítulo I Después de la crisis mundial: una recuperación frágil y desigual
 - Anexo: Los contratos de permuta de riesgo de crédito
- Capítulo II Posibles efectos de un reequilibrio mundial en el empleo
 - Anexo: Simulación de los efectos de un reequilibrio mundial en el comercio y el empleo:
nota técnica
- Capítulo III Aspectos macroeconómicos de la creación de empleo y del desempleo
- Capítulo IV Cambio estructural y creación de empleo en los países en desarrollo
- Capítulo V Revisión del marco de políticas para el crecimiento sostenido, la creación de empleo
y la reducción de la pobreza

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2009 Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.09.II.D.16
Respuesta a la crisis mundial ISBN 978-92-1-312359-1
Mitigación del cambio climático y desarrollo

- Capítulo I Los efectos de la crisis mundial y las políticas de respuesta a corto plazo
 - Anexo: La recesión mundial agrava la crisis alimentaria
- Capítulo II La financiarización de los mercados de productos primarios
- Capítulo III Aprender de la crisis: Políticas de mayor seguridad y solidez de los sistemas financieros
- Capítulo IV Reforma del sistema monetario y financiero internacional
- Capítulo V Mitigación del cambio climático y desarrollo

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2008 Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.08.II.D.21
Precios de los productos básicos, flujos de capital y financiación de la inversión ISBN 978-92-1-312350-8

- Capítulo I Tendencias y cuestiones actuales de la economía mundial
Cuadro anexo al capítulo I
- Capítulo II Aumento de los precios de los productos básicos e inestabilidad
- Capítulo III Corrientes internacionales de capital, balanza por cuenta corriente y financiación del desarrollo
Anexo: Análisis econométrico de los determinantes de la inversión expansiva y contractiva de la cuenta corriente
- Capítulo IV Fuentes internas de financiación e inversión destinada a mejorar la capacidad productiva
- Capítulo V Asistencia oficial para el desarrollo en la perspectiva de los ODM y del crecimiento económico
Anexo: Detalles sobre estudios econométricos
- Capítulo VI Cuestiones actuales relacionadas con la deuda externa de los países en desarrollo

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2007 Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.07.II.D.11
Cooperación regional para el desarrollo ISBN 978-92-1-312336-2

- Capítulo I Cuestiones actuales de la economía mundial
Anexo estadístico del capítulo I
- Capítulo II La globalización, la regionalización y el desafío del desarrollo
- Capítulo III El "Nuevo regionalismo" y los acuerdos comerciales Norte-Sur
- Capítulo IV La cooperación regional y la integración comercial entre países en desarrollo
- Capítulo V La cooperación financiera y monetaria en el ámbito regional
Anexo 1: Comunidad del África Meridional para el Desarrollo
Anexo 2: Consejo de Cooperación del Golfo
- Capítulo VI Cooperación regional en materia de logística comercial, energía y política industrial

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2006 Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.06.II.D.6
Alianza mundial y políticas nacionales para el desarrollo ISBN 92-1-312328-0

- Capítulo I El problema sistémico de los desequilibrios mundiales
Anexo 1: Los precios de los productos básicos y la relación de intercambio
Anexo 2: Fundamentos teóricos del debate sobre el ahorro y la inversión
- Capítulo II Evolución de las estrategias de desarrollo: más allá del consenso de Monterrey
- Capítulo III Cambios y tendencias de los factores externos del desarrollo
Cuadros anexas al capítulo III
- Capítulo IV La política macroeconómica en la globalización
- Capítulo V Políticas nacionales en apoyo del dinamismo productivo
- Capítulo VI Mecanismos institucionales y de gobernanza en apoyo del desarrollo económico

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2005 Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.05.II.D.13
Las nuevas características de la interdependencia económica mundial ISBN 92-1-312320-5

- Capítulo I Cuestiones actuales de la economía mundial
- Capítulo II Crecimiento del ingreso y los cambios en la estructura del comercio exterior en Asia
- Capítulo III Evolución de la relación de intercambio y sus repercusiones en los países en desarrollo
Anexo: Distribución de la renta del petróleo y la minería: algunos datos de América Latina, 1999-2004
- Capítulo IV Hacia una nueva forma de interdependencia mundial en desarrollo

**The Global Economic Crisis:
Systemic Failures and Multilateral Remedies**

*Report by the UNCTAD Secretariat Task Force
on Systemic Issues and Economic Cooperation*

United Nations publication, sales Nº E.09.II.D.4

ISBN 978-92-1-112765-2

- Chapter I A crisis foretold
- Chapter II Financial regulation: fighting today's crisis today
- Chapter III Managing the financialization of commodity futures trading
- Chapter IV Exchange rate regimes and monetary cooperation
- Chapter V Towards a coherent effort to overcome the systemic crisis

* * * * *

**The Financial and Economic Crisis of 2008-2009
and Developing Countries**

Edited by Sebastian Dullien, Detlef J. Kotte,
Alejandro Márquez and Jan Priewe

United Nations publication, sales no. E.11.II.D.11

ISBN 978-92-1-112818-5

Introduction

The Crisis – Transmission, Impact and Special Features

Jan Priewe

What Went Wrong? Alternative Interpretations of the Global Financial Crisis

Daniela Magalhães Prates and Marcos Antonio Macedo Cintra

The Emerging-market Economies in the Face of the Global Financial Crisis

Jörg Mayer

The Financialization of Commodity Markets and Commodity Price Volatility

Sebastian Dullien

Risk Factors in International Financial Crises: Early Lessons from the 2008-2009 Turmoil

The Crisis – Country and Regional Studies

Laike Yang and Cornelius Huizenga

China's Economy in the Global Economic Crisis: Impact and Policy Responses

Abhijit Sen Gupta

Sustaining Growth in a Period of Global Downturn: The Case of India

André Nassif

Brazil and India in the Global Economic Crisis: Immediate Impacts and Economic Policy Responses

Patrick N. Osakwe

Africa and the Global Financial and Economic Crisis: Impacts, Responses and Opportunities

Looking Forward – Policy Agenda

Alejandro Márquez

The Report of the Stiglitz Commission: A Summary and Comment

Ricardo Ffrench-Davis

Reforming Macroeconomic Policies in Emerging Economies: From Procyclical to Countercyclical Approaches

Jürgen Zattler

A Possible New Role for Special Drawing Rights In and Beyond the Global Monetary System

Detlef J. Kotte

The Financial and Economic Crisis and Global Economic Governance

* * * * *

Estas publicaciones pueden obtenerse en librerías y distribuidores de todo el mundo. Consulte a su librero o escriba a la Sección de Publicaciones y Ventas de las Naciones Unidas, Palais des Nations, CH-1211 Ginebra 10, Suiza (fax: +41-22-917.0027, correo electrónico: unpubli@un.org); o a Publicaciones de las Naciones Unidas, Two UN Plaza, Room DC2-853, Nueva York, NY 10017, USA (tel.: +1-212-963.8302 o +1-800-253.9646, fax: +1-212-963.3489, correo electrónico: publications@un.org, Internet: <http://www.un.org/publications>).

**Regional Monetary Cooperation and Growth-enhancing Policies:
The new challenges for Latin America and the Caribbean**

United Nations publication, UNCTAD/GDS/2010/1

- Chapter I What Went Wrong? An Analysis of Growth and Macroeconomic Prices in Latin America
- Chapter II Regional Monetary Cooperation for Growth-enhancing Policies
- Chapter III Regional Payment Systems and the SUCRE Initiative
- Chapter IV Policy Conclusions

* * * * *

Price Formation in Financialized Commodity Markets: The role of information

United Nations publication, UNCTAD/GDS/2011/1

1. Motivation of this Study
2. Price Formation in Commodity Markets
3. Recent Evolution of Prices and Fundamentals
4. Financialization of Commodity Price Formation
5. Field Survey
6. Policy Considerations and Recommendations
7. Conclusions

* * * * *

UNCTAD Discussion Papers

No. 202	June 2011	Pilar FAJARNES	An overview of major sources of data and analyses relating to physical fundamentals in international commodity markets
No. 201	Feb. 2011	Ulrich HOFFMANN	Assuring food security in developing countries under the challenges of climate change: Key trade and development issues of a fundamental transformation of agriculture
No. 200	Sep. 2010	Jörg MAYER	Global rebalancing: Effects on trade flows and employment
No. 199	June 2010	Ugo PANIZZA, Federico STURZENEGGER and Jeromin ZETTELMEYER	International government debt
No. 198	April 2010	Lee C. BUCHHEIT G. MITU GULATI	Responsible sovereign lending and borrowing
No. 197	March 2010	Christopher L. GILBERT	Speculative influences on commodity futures prices 2006–2008
No. 196	Nov. 2009	Michael HERRMANN	Food security and agricultural development in times of high commodity prices
No. 195	Oct. 2009	Jörg MAYER	The growing interdependence between financial and commodity markets
No. 194	June 2009	Andrew CORNFORD	Statistics for international trade in banking services: Requirements, availability and prospects
No. 193	Jan. 2009	Sebastian DULLIEN	Central banking, financial institutions and credit creation in developing countries
No. 192	Nov. 2008	Enrique COSIO-PASCAL	The emerging of a multilateral forum for debt restructuring: The Paris Club
No. 191	Oct. 2008	Jörg MAYER	Policy space: What, for what, and where?
No. 190	Oct. 2008	Martin KNOLL	Budget support: A reformed approach or old wine in new skins?
No. 189	Sep. 2008	Martina METZGER	Regional cooperation and integration in sub-Saharan Africa
No. 188	March 2008	Ugo PANIZZA	Domestic and external public debt in developing countries
No. 187	Feb. 2008	Michael GEIGER	Instruments of monetary policy in China and their effectiveness: 1994–2006
No. 186	Jan. 2008	Marwan ELKHOORY	Credit rating agencies and their potential impact on developing countries
No. 185	July 2007	Robert HOWSE	The concept of odious debt in public international law
No. 184	May 2007	André NASSIF	National innovation system and macroeconomic policies: Brazil and India in comparative perspective
No. 183	April 2007	Irfan ul HAQUE	Rethinking industrial policy
No. 182	Oct. 2006	Robert ROWTHORN	The renaissance of China and India: Implications for the advanced economies

* * * * *

Los *UNCTAD Discussion Papers* pueden consultarse en el sitio www.unctad.org. Pueden solicitarse ejemplares al Auxiliar de Publicaciones, Subdivisión de Políticas Macroeconómicas y de Desarrollo, División de Globalización y Estrategias de Desarrollo, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Palais des Nations, CH-1211 Ginebra 10, Suiza (fax: +41-22-917.0274).

G-24 Discussion Paper Series

Trabajos de investigación destinados al Grupo Intergubernamental de los Veinticuatro sobre Asuntos Monetarios Internacionales y Desarrollo

N° 59	June 2010	Andrew CORNFORD	Revising Basel 2: The Impact of the Financial Crisis and Implications for Developing Countries
N° 58	May 2010	Kevin P. GALLAGHER	Policy Space to Prevent and Mitigate Financial Crises in Trade and Investment Agreements
N° 57	December 2009	Frank ACKERMAN	Financing the Climate Mitigation and Adaptation Measures in Developing Countries
N° 56	June 2009	Anuradha MITTAL	The 2008 Food Price Crisis: Rethinking Food Security Policies
N° 55	April 2009	Eric HELLEINER	The Contemporary Reform of Global Financial Governance: Implications of and Lessons from the Past
N° 54	February 2009	Gerald EPSTEIN	Post-war Experiences with Developmental Central Banks: The Good, the Bad and the Hopeful
N° 53	December 2008	Frank ACKERMAN	Carbon Markets and Beyond: The Limited Role of Prices and Taxes in Climate and Development Policy
N° 52	November 2008	C.P. CHANDRASEKHAR	Global Liquidity and Financial Flows to Developing Countries: New Trends in Emerging Markets and their Implications
N° 51	September 2008	Ugo PANIZZA	The External Debt Contentious Six Years after the Monterrey Consensus
N° 50	July 2008	Stephany GRIFFITH-JONES with David GRIFFITH-JONES and Dagmar HERTOVA	Enhancing the Role of Regional Development Banks
N° 49	December 2007	David WOODWARD	IMF Voting Reform: Need, Opportunity and Options
N° 48	November 2007	Sam LAIRD	Aid for Trade: Cool Aid or Kool-Aid
N° 47	October 2007	Jan KREGEL	IMF Contingency Financing for Middle-Income Countries with Access to Private Capital Markets: An Assessment of the Proposal to Create a Reserve Augmentation Line
N° 46	September 2007	José María FANELLI	Regional Arrangements to Support Growth and Macro-Policy Coordination in MERCOSUR
N° 45	April 2007	Sheila PAGE	The Potential Impact of the Aid for Trade Initiative
N° 44	March 2007	Injoo SOHN	East Asia's Counterweight Strategy: Asian Financial Cooperation and Evolving International Monetary Order
N° 43	February 2007	Devesh KAPUR and Richard WEBB	Beyond the IMF
N° 42	November 2006	Mushtaq H. KHAN	Governance and Anti-Corruption Reforms in Developing Countries: Policies, Evidence and Ways Forward
N° 41	October 2006	Fernando LORENZO and Nelson NOYA	IMF Policies for Financial Crises Prevention in Emerging Markets
N° 40	May 2006	Lucio SIMPSON	The Role of the IMF in Debt Restructurings: Lending Into Arrears, Moral Hazard and Sustainability Concerns
N° 39	February 2006	Ricardo GOTTSCHALK and Daniela PRATES	East Asia's Growing Demand for Primary Commodities – Macroeconomic Challenges for Latin America

* * * * *

Los trabajos de la *G-24 Discussion Paper Series* pueden consultarse en el sitio www.unctad.org. Pueden solicitarse ejemplares de los trabajos al Auxiliar de Publicaciones, Subdivisión de Políticas Macroeconómicas y de Desarrollo, División de Globalización y Estrategias de Desarrollo, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Palais des Nations, CH-1211 Ginebra 10, Suiza (fax: +41-22-917.0274).

CUESTIONARIO

Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2011

Para poder aumentar la calidad y la utilidad del Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, la secretaría de la UNCTAD desearía recibir sus opiniones sobre esta publicación. Sírvase rellenar este formulario y devolverlo a la dirección que figura a continuación:

Encuesta a los lectores
División de Globalización y Estrategias de Desarrollo
UNCTAD
Palais des Nations, oficina E.10009
CH-1211 Ginebra 10, Suiza
Fax: (+41) (0)22 917 0274
E-mail: tdr@unctad.org

Le agradecemos muchísimo su amable cooperación.

- | 1. ¿Cómo calificaría usted esta publicación? | <i>Excelente</i> | <i>Buena</i> | <i>Regular</i> | <i>Mala</i> |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| En general | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Utilidad de los temas tratados | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Calidad analítica | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Conclusiones | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Presentación | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

2. ¿Cuáles considera que son los puntos fuertes de esta publicación?

3. ¿Cuáles considera que son los puntos débiles de esta publicación?

4. ¿Con qué fines principales utiliza usted esta publicación?

Análisis e investigación	<input type="checkbox"/>	Educación y formación	<input type="checkbox"/>
Formulación de políticas y gestión	<input type="checkbox"/>	Otros (<i>especifique</i>) _____	

5. Indique lo que mejor describa su esfera de trabajo:

Gobierno	<input type="checkbox"/>	Empresa pública	<input type="checkbox"/>
Organización no gubernamental	<input type="checkbox"/>	Institución académica o de investigación	<input type="checkbox"/>
Organización internacional	<input type="checkbox"/>	Medios de información	<input type="checkbox"/>
Institución empresarial privada	<input type="checkbox"/>	Otros (<i>especifique</i>) _____	

6. Nombre y dirección de la persona que contesta al formulario (*optativo*):

7. ¿Desea agregar alguna observación?
