



# INFORME SOBRE EL COMERCIO Y EL DESARROLLO, 2015

PANORAMA  
GENERAL



NACIONES UNIDAS



**CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO**

**Ginebra**

**INFORME SOBRE EL COMERCIO  
Y EL DESARROLLO, 2015**

**PANORAMA GENERAL**



**NACIONES UNIDAS**  
Nueva York y Ginebra, 2015

---

## 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 esa 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. Un ejemplar de la publicación en que aparezca el material citado o reproducido deberá remitirse a la secretaria de la UNCTAD; correo electrónico: [tdr@unctad.org](mailto:tdr@unctad.org).

---
- El panorama general contenido en el presente documento se publica también como parte del *Informe sobre el Comercio y el Desarrollo, 2015* (UNCTAD/TDR/2015, número de venta: S.15.II.D.4).

# PANORAMA GENERAL

*El dinero hace girar el mundo, o así dice la canción (Money makes the world go round). También puede sacarlo de quicio y descontrolarlo, como se vio durante la crisis financiera mundial de 2008. En respuesta a los exorbitantes costos económicos y sociales que siguieron, la comunidad internacional pidió un nuevo cancionero para el mundo de las finanzas. Gordon Brown, a la sazón director en jefe del coro de los G20, echó la culpa decididamente a unas instituciones financieras insuficientemente reguladas que eran cada vez menos “administradoras del dinero de la gente” y cada vez más “especuladoras con el futuro de la gente”; insistió en que se necesitaban nuevas normas mundiales basadas en unos valores generales comunes. Poco después, los líderes de los países BRIC, en su primera cumbre celebrada en la Federación de Rusia, pidieron unas instituciones internacionales más democráticas, además de un sistema monetario internacional estable, previsible y más diversificado. La Asamblea General de las Naciones Unidas añadió la voz de la comunidad mundial aportando un modelo para la reforma del sistema financiero internacional, y proponiendo en particular, como cuestión prioritaria, “una reforma amplia y acelerada del FMI”.*

*Diversos legisladores nacionales se unieron al coro con una serie de audiencias parlamentarias y comisiones de expertos, que en muchos casos criticaron el cortoplacismo de los mercados financieros, su adicción a instrumentos financieros tóxicos y opacos y su incapacidad para satisfacer debidamente las necesidades financieras de las empresas y los hogares. Una reforma a fondo parecía solo cuestión de tiempo.*

*Siete años después, y con el trasfondo de una demanda agregada mundial aletargada, una creciente desigualdad en las rentas y una persistente fragilidad financiera, la economía mundial sigue siendo vulnerable a las veleidades del dinero y las finanzas. No sería justo sugerir que el programa de reformas se quedó sobre*

*el papel; se han adoptado diversas medidas, a nivel nacional e internacional, algunas de ellas realmente incisivas. Pero hasta el momento no han conseguido controlar los puntos débiles y frágiles de un mundo financiarizado. Antes bien, en palabras de Martin Wolf, periodista del Financial Times, tenemos poco más que “una versión moderada” del anterior sistema desequilibrado.*

*La persistente tendencia cortoplacista y especulativa de los mercados financieros mundiales y las medidas insuficientes para paliar los riesgos de futuras crisis plantean importantes cuestiones acerca de si la mayor ambición de la comunidad internacional con respecto a todo un conjunto de nuevos objetivos desarrollistas, sociales y medioambientales puede realizarse en el plazo deseado. Sobre el papel, esta nueva agenda prevé el mayor impulso inversor de la historia, pero para tener éxito necesita un sistema financiero que la respalde. Por ello, en el Informe sobre el Comercio y el Desarrollo de este año se examinan una serie de problemas interrelacionados que tiene planteados el sistema monetario y financiero internacional, desde el suministro de liquidez, por medio de la regulación bancaria, hasta la reestructuración de la deuda y la financiación pública a largo plazo. Los problemas tienen solución, pero se necesitará la intervención decidida de la comunidad internacional si se quiere que las instituciones financieras vuelvan a estar al servicio de un mundo más digno, estable e incluyente.*

## **De la financiarización global a la crisis financiera mundial**

Tras el hundimiento del sistema de Bretton Woods, el mundo de las finanzas se hizo cada vez más prominente, poderoso e interconectado; también fue alejándose paulatinamente de la economía real. A partir de los años ochenta, la mayor parte de las principales economías desarrolladas abrieron rápidamente sus cuentas de capital, y un decenio después las siguieron muchas de las economías en desarrollo emergentes. El resultado fue que el capital empezó a circular a través de las fronteras a una escala sin precedentes. En 1980, el comercio mundial se había mantenido a un nivel relativamente próximo al de las finanzas mundiales, en torno a una cuarta parte del PIB mundial, pero para 2008,

justo antes de la crisis financiera, las finanzas mundiales tenían ya un volumen nueve veces mayor que el comercio mundial; para entonces, el total de activos financieros mundiales superaba los 200 billones de dólares. Al mismo tiempo aparecieron nuevas instituciones financieras y los intermediarios más tradicionales fueron diversificando su oferta de productos financieros, en ambos casos con escasa regulación y menos supervisión. En este proceso, las finanzas estuvieron mucho más interconectadas; las medidas estándar de la integración financiera alcanzaron récords históricos y los precios de los activos mundiales siguieron trayectorias cada vez más similares.

En un lapso de tiempo muy breve, estas transformaciones superaron por completo los controles y contrapesos institucionales que habían garantizado un notable período de estabilidad financiera durante los tres decenios que siguieron a la Segunda Guerra Mundial y que, a su vez, sentaron las bases de un constante aumento del comercio internacional y unos resultados sin precedentes en la formación de capital. Luego, una nueva generación de dirigentes políticos empezó a propugnar el rápido desmantelamiento de las regulaciones financieras que quedaban, exaltando en cambio las virtudes de la autorregulación de los mercados como el mejor, y en algunos casos el único, enfoque que permitía combinar eficiencia y estabilidad en un mundo cada vez más globalizado.

El sistema financiero resultante fue mucho más generoso en la creación de crédito, más innovador en la gestión del riesgo y más hábil a la hora de absorber los pequeños impactos que afectaban al sistema (la llamada Gran Moderación). Sin embargo, demostró ser mucho menos capaz de detectar las tensiones y fragilidades sistémicas y de anticipar los trastornos más graves (desde la crisis del peso mexicano hasta la Gran Recesión), o de paliar los daños resultantes. La carga de todas esas crisis ha recaído directamente en las cuentas públicas y, por ende, de la ciudadanía en general.

La magnitud de la crisis de 2008 ha dejado a muchos gobiernos debatiéndose para compensar los efectos de las reducciones presupuestarias de bancos, empresas y hogares que intentan reparar

sus balances. Eso se debe en parte a que, al privilegiar sobre todo la estabilidad de precios, los responsables políticos han abandonado el arte de gestionar a la vez objetivos macroeconómicos múltiples, pero también a que la financiarización ha desactivado o eliminado toda una serie de instrumentos necesarios para la gestión efectiva de una economía moderna y compleja.

Desde la crisis, muchas economías desarrolladas, en sus intentos de recuperación, han optado por instrumentos de política monetaria “no convencionales”. Fundamentalmente, los principales bancos centrales han comprado valores en poder de los bancos más importantes con la esperanza de que, al aumentar la liquidez de estos, se concederían nuevos créditos y se estimularía el gasto en la economía real. Los resultados han sido bastantes decepcionantes: en muchas economías desarrolladas, la recuperación de la crisis de 2008 ha sido de las más débiles que se recuerdan. El crecimiento del empleo ha sido lento, los salarios reales se han estancado o han descendido, la inversión apenas ha conseguido repuntar, y el crecimiento de la productividad ha quedado atascado en la segunda marcha. En cambio, los mercados de valores se han recuperado, la propiedad inmobiliaria se ha revalorizado — alcanzando en algunos casos renovado auge— y los beneficios se están incrementando, superando en muchos casos las cifras récord de antes de la crisis. Mientras tanto, los niveles de deuda han seguido aumentando y se estima que desde 2007 se han añadido al volumen de la deuda mundial otros 57 billones de dólares.

### **Tibia recuperación de los países desarrollados**

Hacia mediados de 2014, tras un largo período de gestión de la crisis, los círculos políticos tuvieron la impresión de que la situación se normalizaba. Las tasas de expansión previstas para los próximos años iban subiendo; el crecimiento de la eurozona volvió a marcar signo positivo y el Japón parecía a punto de dejar atrás años de estancamiento económico. Mientras tanto, el desempleo en los Estados Unidos se iba reduciendo y la Reserva Federal ponía fin de forma gradual a la expansión

cuantitativa; los precios del petróleo caían y las empresas recobraban la confianza. Con todo, hacia finales de año, habían surgido ya algunas dudas y desde entonces, en todo caso, se han ido oscureciendo más los nubarrones que asomaban por el horizonte.

Tras la crisis de 2008-2009 y el repunte de 2010, la economía mundial ha crecido en torno al 2,5%, menos que la tasa potencial de crecimiento que, de manera conservadora, se estima como referencia en un 3%, y muy por debajo del promedio del 4% registrado en los años anteriores a la crisis. Se prevé que para 2015 dicha tasa se mantenga más o menos sin cambios con respecto al año anterior, en un 2,5%, de resultas de diversos factores: una ligera aceleración del crecimiento de las economías desarrolladas, una desaceleración moderada de las economías en desarrollo y un descenso más acusado de las economías en transición.

Está previsto que los países desarrollados crezcan en torno al 1,9%, en comparación con el 1,6% de 2014, ya que el crecimiento de la eurozona y del Japón está registrando una aceleración moderada, aunque partiendo de tasas muy bajas. Las mejoras recientes se deben a una demanda interna más fuerte como consecuencia del mayor consumo de los hogares y de una política fiscal menos restrictiva. El primer factor es resultado de una reducción de los precios de la energía, los efectos de riqueza causados por las mayores cotizaciones del mercado de valores y el aumento del empleo en varios países, sobre todo en Alemania, los Estados Unidos, el Japón y el Reino Unido. La inflación se ha mantenido bastante por debajo de los objetivos fijados en la mayoría de países desarrollados.

Las políticas monetarias se mantienen expansivas, con unos tipos de interés muy bajos en todas las regiones desarrolladas y nuevos programas de “expansión cuantitativa” en la eurozona y el Japón. Sin embargo, no se ha producido una expansión del crédito, los salarios no aumentan y los bancos muestran signos de debilidad. Ha vuelto la incertidumbre acerca del futuro de Grecia en la eurozona y se sigue hablando de un posible “Grexit”, que representa la amenaza más inmediata para los rendimientos de la deuda soberana de España,



Portugal y otros países europeos que están empezando a salir de lo más profundo de la crisis. También se han suscitado algunas dudas acerca de la solidez de la recuperación japonesa. Se estima que los Estados Unidos mantendrán su trayectoria de crecimiento de los años posteriores a la crisis, con una tasa de entre el 2% y el 2,5%, inferior a otras recuperaciones anteriores; no obstante, este nivel permite una creación de empleo constante, aunque no espectacular, pero todavía sin ninguna mejora significativa del crecimiento nominal de los salarios. Además, los balances de los hogares continúan siendo frágiles y la apreciación del dólar afecta a la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB.

### **¿Un estancamiento secular o estacional?**

Dejando de lado estas variaciones coyunturales, preocupa mucho más la posibilidad de que los países desarrollados presenten de manera prolongada una pauta de crecimiento lento. El estancamiento secular es una idea antigua que presenta ahora un cariz nuevo. La idea de un posible fin del crecimiento indefinido se planteó por primera vez a finales de los años treinta y estaba asociada a unas tendencias tecnológicas y demográficas desfavorables que tan solo podían contrarrestarse mediante grandes déficits públicos. En la actualidad, la observación de que el crecimiento de muchos países desarrollados se ha mantenido a niveles bastante inferiores a los de antes de la crisis, pese a varios años de política monetaria complaciente, ha dado la sensación de que nos encontramos en una “nueva normalidad”. En el mundo financiarizado de hoy, los principales estímulos utilizados hacen aumentar la deuda privada y las burbujas de activos. Así pues, quizás los países tengan que elegir entre un crecimiento moderado durante un largo período, por una parte, y la inestabilidad financiera, por otra.

Por el momento no hay consenso acerca de si estamos viviendo o no un estancamiento secular y, en tal caso, cuál es la razón. Algunos observadores sostienen que la disminución del crecimiento se ha debido a una combinación de factores de la oferta: una débil

---

propensión a la inversión, la falta de dinamismo tecnológico y unos cambios demográficos desfavorables. Otros la consideran más bien como el efecto negativo inevitable, prolongado pero en último término reversible, de un superciclo de endeudamiento. En cualquier caso, no se ha reconocido lo suficiente el papel de la caída de la participación de los salarios en la renta, que en los países desarrollados ha disminuido unos diez puntos porcentuales desde los años ochenta, lo que ha limitado considerablemente la demanda de los consumidores que depende de su renta, con los consiguientes efectos negativos sobre la inversión privada. Estos efectos adversos sobre la demanda debidos a un empeoramiento de la distribución funcional de los ingresos se han visto reforzados por una mayor desigualdad en la distribución de los ingresos personales, ya que ha aumentado enormemente la parte de los ingresos totales que va a parar a los hogares más ricos y estos hogares suelen gastar menos y ahorrar más que otras familias. Dichos efectos se han visto también exacerbados por el hecho de recurrir especialmente a políticas monetarias expansivas para hacer frente a la caída de la demanda. Por esto las empresas han utilizado sus beneficios para distribuir dividendos e invertir en activos financieros y no en medios de producción. Así se hacen subir los precios de los activos y se agravan las desigualdades en la distribución de la riqueza, perpetuando el estancamiento de los ingresos de la mayoría de la población.

El debate en curso ha versado principalmente acerca de cuáles serían las reformas estructurales que mejor podrían activar la inversión privada y la dinámica empresarial. Algunas propuestas se centran en medidas que corregirían lo que se percibe como rigideces de los mercados de productos y del trabajo. Otras hacen más hincapié en cómo reducir el volumen de la deuda pública. Pero si bien estas opiniones se expresan con mucha convicción, hay pocos indicios de cómo podría darse realmente el necesario impulso al crecimiento. A nuestro juicio, eso parece depender en gran medida de la interacción favorable de un aumento de la confianza empresarial y de una mejora de la competitividad internacional. Sin embargo, el comercio mundial sigue sin levantar cabeza. Entre 2012 y 2014 el comercio mundial de mercancías aumentó entre un 2% y un 2,5% (tasas muy similares

a las de la producción mundial). Estos índices de crecimiento son considerablemente inferiores al promedio mundial del 7,2% registrado antes de la crisis durante el período 2003-2007. En 2014, el comercio mundial de mercancías, a precios corrientes, estuvo casi estancado (aumentando tan solo el 0,3%) debido a la fuerte caída de los precios de los principales productos básicos. Las estimaciones preliminares para 2015 indican un ligero incremento del volumen del comercio de mercancías, cuya tasa de crecimiento sería similar a la de la producción mundial. Pero estas mejores perspectivas comerciales se deben en gran parte a un aumento del comercio entre países desarrollados y probablemente reflejen los crecimientos moderados de sus economías. En cualquier caso, esta mejora no aporta ningún estímulo significativo al crecimiento económico mundial.

De hecho, en la medida en que el estancamiento secular es sobre todo un fenómeno causado por la demanda, los planteamientos que pretenden contener las rentas del trabajo y el gasto público tenderán a empeorar en vez de resolver el problema. Hay otro enfoque que destaca el papel de las políticas de ingresos (por ejemplo, legislación sobre el salario mínimo, fortalecimiento de las instituciones de negociación colectiva y transferencias sociales) y del gasto público para subsanar la debilidad tanto de la demanda como de la oferta. El hecho de que el aumento del gasto público, por ejemplo en infraestructura, haya demostrado tener efectos multiplicadores positivos muy sustanciales para las economías estancadas hace pensar que promover la inversión pública debería ser un instrumento clave para hacer frente al estancamiento secular. Además, una política de ingresos progresiva también hace aumentar la demanda, creando oportunidades para la inversión privada y produciendo otros beneficios más generales: los salarios más elevados reducen la presión financiera sobre los sistemas de pensiones y permiten a los hogares aumentar el consumo sin incrementar la deuda familiar. También hay indicios sustanciales de un efecto positivo en la productividad laboral. De hecho, se sabe que unos mayores niveles de actividad y de empleo fomentan la productividad, creando un círculo virtuoso de expansión de la demanda y de la oferta. De este modo, la expansión fiscal y el crecimiento de los ingresos harían aumentar la producción efectiva y al mismo tiempo acelerarían el crecimiento potencial de la producción,

alimentando así una interacción positiva que sirviera de base para un crecimiento sostenido y no inflacionario en el futuro.

### **Repercusiones financieras para las economías en desarrollo y en transición**

Mientras el debate sobre el estancamiento sigue su curso, hasta la fecha la combinación de una política monetaria laxa y de una economía real aletargada ha provocado que el exceso de liquidez de las economías desarrolladas se haya trasladado a las economías emergentes. Este fenómeno ya se observó a raíz del estallido de la burbuja tecnológica, pero se ha intensificado considerablemente desde la crisis de 2008.

Desde el cambio de milenio, las entradas de capital privado en las economías en desarrollo y en transición se han acelerado de manera sustancial. Como parte del ingreso nacional bruto (INB), las entradas netas de capital en dichas economías aumentaron del 2,8% en 2002 al 5% en 2013, tras haber alcanzado dos niveles históricos máximos del 6,6% en 2007 y del 6,2% en 2010. Al mismo tiempo, muchas economías en desarrollo y en transición experimentaron un fuerte crecimiento y una gran mejora de sus cuentas corrientes acumulando, como grupo de países, un considerable volumen de reservas externas.

Los partidarios ortodoxos de la integración financiera se mostraron entusiastas con estas tendencias, subrayando la interacción positiva entre la apertura de las cuentas de capital, los mayores flujos de capitales privados, los marcos normativos sólidos y los aumentos de eficiencia. Sin embargo, los investigadores no han conseguido detectar los vínculos entre estos factores, y la integración de la mayoría de economías en desarrollo y en transición en los mercados financieros mundiales parece haber tenido escasa conexión con sus objetivos de desarrollo a largo plazo. Si bien el capital extranjero puede servir para compensar la falta de ahorro interno y la inversión extranjera directa (IED) puede contribuir a fomentar la capacidad productiva nacional, en particular cuando se invierte en proyectos de nueva planta, parte del problema es que una proporción creciente de los capitales que entran a corto

plazo son de carácter especulativo, y exhiben un tipo de volatilidad que recuerda a las entradas de capitales que precedieron a crisis financieras anteriores en los años ochenta y noventa. En consecuencia, unos flujos de capitales internacionales cada vez más cuantiosos e inestables, aunque impulsen el crecimiento a corto plazo, pueden aumentar la vulnerabilidad a las perturbaciones externas, limitando también al mismo tiempo la eficacia de los instrumentos que se utilizan para intentar gestionarlos. Por consiguiente, estos flujos pueden hacer peligrar las condiciones macroeconómicas necesarias para apoyar el aumento de la productividad, la transformación estructural y un desarrollo incluyente a largo plazo.

Después del estallido de la crisis en 2008, las políticas de flexibilización cuantitativa de muchos países desarrollados, junto con la austeridad fiscal adoptada tras un breve interludio expansivo, han seguido esta pauta de generar más liquidez en el sector privado pero con efectos limitados sobre el crecimiento. En este contexto, la promesa de una mayor rentabilidad de las inversiones en las economías en desarrollo y en transición, y la percepción de que los riesgos son ahora menores que antes, las convirtió en una alternativa atractiva para los inversores internacionales.

Como estas entradas de capital tuvieron lugar al mismo tiempo que la mayoría de economías en desarrollo y en transición registraban excedentes o menores déficits por cuenta corriente, no es probable que la financiación de sus necesidades de desarrollo fuera la principal razón de esta enorme afluencia de capital privado. El conjunto de dichas economías, y en particular las de mayor entidad, acumularon considerables reservas en divisas durante este período, lo que indicaba que el volumen de entradas superaba lo que era generalmente compatible con las necesidades del gasto interno y la inversión. No eran solo los países deficitarios los que recibían entradas brutas de capital, sino también los países con grandes excedentes comerciales, y eso hacía pensar que eran a menudo los movimientos de capitales las principales influencias en la balanza de pagos y que apenas guardaban relación con las actividades de la economía real. Como los rendimientos que pagaban las economías en desarrollo y en transición por sus obligaciones

internacionales han sido mayores que los obtenidos de sus activos, estas entradas de capital han tendido a reducir los saldos en la cuenta de ingresos provocando un deterioro de la cuenta corriente. Esto podría inducir a adoptar políticas restrictivas y aumentar la fragilidad financiera de los países deficitarios. Por tanto es importante saber si estas pautas son compatibles con la estabilidad financiera y con una demanda sostenida, tanto a nivel nacional como a nivel mundial.

### **La gestión de los flujos de capitales: nuevas vulnerabilidades, viejos problemas**

En el plano de la política económica, los flujos financieros externos, y en particular el exceso de capital especulativo a corto plazo, pueden alterar los precios e influir en la política económica de tal manera que pongan en peligro el potencial de crecimiento y desarrollo sostenible. Las grandes entradas de capital pueden presionar a favor de la apreciación de la moneda. Estos efectos se ven exacerbados por el compromiso generalizado de mantener tasas de inflación extremadamente bajas, como si fueran un fin en sí mismas. La coyuntura macroeconómica resultante, caracterizada por tipos de interés elevados e inestables, y por la apreciación de la moneda, corre el riesgo de desalentar tanto el aumento de la demanda agregada como los tipos de inversión que potencian la capacidad productiva. La posibilidad de valerse de la política fiscal puede verse asimismo limitada por la voluntad de mantener una política pública favorable al mundo de las finanzas, que obliga a ser muy prudentes tanto en el gasto como en los ingresos. Una menor actividad estatal reduce directamente la renta nacional al limitar el gasto público; indirectamente también disminuye la capacidad productiva al restringir los tipos de inversión pública en capital físico y humano que sostienen la inversión privada y el crecimiento de la productividad. En algunos casos, sobre todo en América Latina y el África Subsahariana, estos efectos en los precios y las políticas económicas han venido a reforzar la tendencia hacia una desindustrialización prematura y la expansión del empleo informal.

Desde los años ochenta, la mayoría de las crisis financieras en las economías en desarrollo y en transición han estado precedidas de un gran volumen de entradas de capital. El consiguiente aumento de la fragilidad financiera, que se refleja sobre todo en una deuda privada excesiva, a menudo culmina en una crisis que provoca sustanciales efectos reales negativos y un descontrol de la deuda pública. Aunque la prodigalidad fiscal es una acusación que se repite a menudo en muchas explicaciones de las crisis financieras, lo que hace que la deuda pública se dispare suele ser el menor crecimiento resultante de la crisis y la operación de limpieza del descalabro privado y todos los costos que conlleva (por ejemplo, la nacionalización de la deuda privada, la recapitalización de los bancos y la repercusión de la devaluación de la moneda en el valor de las obligaciones en divisas). Estos ciclos de fuerte expansión y contracción se han visto muy influenciados por circunstancias externas a las economías que los experimentan, por ejemplo cambios en los precios mundiales de los productos básicos o en los tipos de interés de los Estados Unidos, o por el contagio de crisis ocurridas en otros lugares.

En este contexto, las debilidades macroeconómicas y estructurales se ven exacerbadas por un sistema financiero mundial caracterizado por un exceso de liquidez y por la insuficiencia de regulación macroprudencial, lo que provoca una situación de optimismo, excesivo riesgo privado y sobreendeudamiento.

En vista de estas vulnerabilidades sistémicas, las economías en desarrollo y en transición, en particular los países propensos a recibir excesivos flujos de capitales a corto plazo, pueden considerar varias respuestas posibles, no solo para una mejor gestión del volumen y la composición de los flujos de capitales privados y de sus efectos macroeconómicos, sino también para el fortalecimiento de los vínculos entre las políticas fiscales y monetarias y los objetivos de desarrollo. En vez de basarse únicamente en los tipos de interés y en unos objetivos de inflación muy bajos para gestionar las entradas de capital y la balanza de pagos, lo que se requiere es una buena gestión combinada de la cuenta de capital y del tipo de cambio que mantenga el acceso a la financiación externa productiva, incluida la financiación del comercio

y una IED que fomente la capacidad productiva local, mientras se estimula al mismo tiempo la inversión interna. Además, los bancos centrales pueden y deben hacer algo más que mantener la estabilidad de los precios o unos tipos de cambio competitivos para apoyar el desarrollo. Por ejemplo, pueden utilizar las políticas de asignación de crédito y de fijación de tipos de interés para facilitar la modernización de la industria y prestar un apoyo fundamental a los bancos de desarrollo y a la política fiscal, como han hecho los bancos centrales de muchos países de reciente industrialización. Sin embargo, como puede verse por los retos que deben afrontar los países desarrollados para salir de la reciente crisis, la política monetaria por sí sola no es suficiente; son también imprescindibles políticas fiscales e industriales proactivas que generen las estructuras y condiciones propicias para el incremento de la productividad nacional y la expansión de la demanda agregada.

Sin embargo, habida cuenta del enorme volumen de los flujos de capitales mundiales, la gestión macroeconómica a nivel nacional debe complementarse con medidas globales que pongan freno a la proliferación de flujos financieros especulativos y ofrezcan más mecanismos sustanciales de apoyo al crédito, por ejemplo estableciendo fondos de reserva comunes a nivel regional.

### **Desaceleración y diversidad en el mundo en desarrollo**

Los nuevos puntos débiles asociados a la financiarización desaparecieron de la pantalla de radar de la política económica en el cambio de milenio, cuando las economías en desarrollo y en transición iniciaron un período de fuerte crecimiento que parecía desvincularlas de las tendencias económicas de los países desarrollados. En respuesta al impacto inicial de la crisis de 2008-2009, muchas de ellas aplicaron políticas anticíclicas más ambiciosas, por ejemplo aumentando el gasto fiscal y adoptando medidas de apoyo a los ingresos que se mantuvieron lo suficiente para propiciar un continuo aumento del gasto de los hogares y, por extensión, de la inversión privada. Algunos de esos países están



ahora desactivando o incluso revirtiendo dichos estímulos al tener que hacer frente a las salidas de capitales o al descenso de los precios de las exportaciones. En cambio, los importadores de petróleo tienen mayor margen de maniobra gracias a la reciente mejora de su relación de intercambio.

El conjunto de los países en desarrollo continuará su expansión a un ritmo de más del 4% anual, debido, en particular, a la resiliencia de la mayoría de los países de Asia. Sin embargo, otras regiones experimentan una notable desaceleración a causa del descenso de los precios de los productos básicos y de las salidas de capitales, que han inducido a algunos países a adoptar políticas macroeconómicas más estrictas. Los países de América Latina, el Asia Occidental y las economías en transición figuran entre los más afectados, mientras que las diversas subregiones de África presentan un panorama desigual.

En 2014, la mayoría de las cifras del comercio empeoraron con respecto a años anteriores. En particular, las exportaciones reales de África registraron una contracción a causa de las menores exportaciones de petróleo de las economías del Norte de África y del África Subsahariana. El comercio exterior de América Latina y el Caribe disminuyó en volumen (y aún más en valor), en parte porque el estancamiento económico regional influyó negativamente en el comercio intrarregional. El comercio del Asia Oriental siguió aumentando en volumen, pero a unas tasas muy bajas para lo que es habitual en la región (menos del 4% en 2014). En gran medida, esto obedece a la ralentización del comercio internacional de China, donde la tasa de crecimiento de las exportaciones reales pasó a ser menor que la del PIB, mientras las importaciones reales sufrían una desaceleración aún más acusada. Estas tendencias pueden reflejar un cambio estructural en la economía china, por el que la demanda interna sustituiría a las exportaciones como motor del crecimiento y las importaciones servirían más para uso final dentro del país que como insumos para las industrias exportadoras.

Los mercados de los productos básicos vivieron tiempos especialmente turbulentos en 2014 y el primer semestre de 2015.

La mayoría de los precios de esos productos bajaron de manera significativa durante 2014, continuando la tendencia descendente iniciada tras los niveles máximos registrados en 2011-2012, con una reducción especialmente notable de los precios del crudo. El descenso de los precios se aceleró en comparación con 2013, en especial para el grupo de productos cuya demanda está más estrechamente vinculada a la actividad económica mundial, como los minerales, las menas y metales, las materias primas agrícolas y el petróleo. Los parámetros fundamentales del mercado parecen ser el motivo principal de las variaciones de los precios de los productos básicos, aunque la financiarización de los mercados de esos productos sigue teniendo su importancia, ya que los inversores financieros redujeron sus posiciones en productos básicos al invertirse la tendencia alcista de los precios y los beneficios. Los fondos especulativos parecen haber sido especialmente activos en los mercados del petróleo, donde su intervención amplificó los movimientos de los precios. Además, la fuerte revalorización del dólar durante el último año ha sido un factor importante en el descenso de los precios de los productos básicos.

El hundimiento de los precios del petróleo se debió principalmente a la mayor producción mundial, en especial del petróleo de esquisto en los Estados Unidos, y al abandono por parte de la OPEP de su política de precios indicativos, presumiblemente para defender su cuota de mercado compitiendo a la baja con los productores de mayor costo a fin de expulsarlos del mercado. La demanda mundial de petróleo siguió en aumento en 2014, pero sus menores tasas de crecimiento no pudieron absorber la mayor oferta. El consiguiente descenso de los precios del petróleo ha repercutido en los precios de otros productos básicos por diferentes vías. Los menores precios del petróleo ofrecen incentivos para aumentar la obtención de otros productos gracias a la reducción de algunos costos de producción. También pueden frenar la demanda de productos agrícolas utilizados en los biocombustibles y reducir los precios de los sucedáneos sintéticos de materias primas agrícolas. De este modo se ejerció una presión a la baja sobre los precios de productos básicos tales como el algodón y el caucho natural. Con todo, la evolución de los precios en los mercados agrícolas estuvo determinada

mayormente por su propia oferta, que se vio afectada sobre todo por las condiciones meteorológicas. El descenso de los precios de la mayor parte de minerales, menas y metales se debió también principalmente a la oferta más abundante, ya que las inversiones del último decenio maduraron en respuesta a la demanda, que, aunque seguía creciendo, había perdido fuelle.

Las perspectivas de los precios de los productos básicos son inciertas. La baja de esos precios causada por un exceso de oferta está provocando ya algunos ajustes a la baja de las capacidades de inversión y producción, mientras que la demanda futura parece depender del ritmo y las pautas de la recuperación de las economías desarrolladas y de las perspectivas de crecimiento de las principales economías emergentes. Con todo, las tendencias recientes nos recuerdan los desafíos que siguen afrontando muchos países en desarrollo que dependen de los productos básicos y lo crucial que es para ellos aprovechar debidamente las rentas generadas por sus recursos para introducir una mayor diversificación y unas políticas industriales orientadas al cambio estructural y al crecimiento sostenido.

Las economías en transición figuran entre las regiones más afectadas por los bajos precios de los productos básicos y las salidas de capitales y se prevé que su PIB va a disminuir en 2015. En la Federación de Rusia y Ucrania, las restricciones a la balanza de pagos se vieron agravadas por los conflictos políticos. La profunda depreciación de la moneda y la inflación frenaron la demanda interna y empeoraron la recesión económica. Esto, a su vez, afectó a los países vecinos para los que la Federación de Rusia es un mercado importante y una fuente de remesas de sus trabajadores. Actualmente Ucrania está intentando controlar una peligrosa combinación de descenso de los ingresos, hundimiento de la moneda y un nivel de deuda insostenible, afrontando la posibilidad real de una suspensión de pagos.

La desaceleración de la región de América Latina y el Caribe, que empezó en 2011, es probable que prosiga en 2015. En particular, América del Sur y México se han visto afectados por las pérdidas en su relación de intercambio y por la volatilidad de los flujos de capitales.

Una coyuntura externa más dura y las dificultades para aplicar políticas anticíclicas, como una expansión del crédito, han mermado su capacidad para aplicar políticas de apoyo; algunos países han adoptado incluso políticas contractivas. En cambio, es probable que la mayoría de los países de América Central y el Caribe tengan unas tasas de crecimiento muy superiores a la media regional. Estos países se han beneficiado de la reducción de los precios del petróleo y no han sido tan vulnerables a las salidas de capitales especulativos.

La región de África muestra tendencias divergentes. Los conflictos armados influyen negativamente en la renta nacional de países del África Central y de otras zonas, como Libia, y es probable que el África Occidental siga padeciendo los efectos del reciente brote de ébola. El crecimiento se mantiene sólido en los países del África Oriental, cuya relación de intercambio ha mejorado. Seguirá siendo moderado en Sudáfrica, mientras que algunas economías grandes y medianas del África Subsahariana, como Angola y Nigeria, se ven afectadas por el descenso de los precios de los productos básicos, sobre todo del petróleo.

Como en años anteriores, Asia ha sido una vez más la región más dinámica. El Asia Oriental, Meridional y Sudoriental sigue experimentando un crecimiento relativamente sólido que, para las tres subregiones, se calcula entre un 5,5% y un 6% en 2015. Este crecimiento se ve impulsado esencialmente por la demanda interna, y también por una creciente contribución del consumo, tanto público como privado. Por ello, incluso si las tasas de inversión se mantienen muy elevadas en comparación con otras regiones (y es probable que sigan así, sobre todo habida cuenta de las necesidades de desarrollo de la infraestructura), la mayoría de los países asiáticos, en especial China, parecen estar reequilibrando la estructura de la demanda para hacerla más sostenible a largo plazo.

El estallido de la burbuja bursátil en China ha agudizado la incertidumbre económica, porque podría afectar a la demanda interna. Sin embargo, el crecimiento del consumo privado se basa esencialmente en la expansión de las rentas más que en el crédito, lo que es un factor importante para la sostenibilidad del crecimiento. Además, parece que

unas políticas fiscales y monetarias expansivas van a compensar estas repercusiones financieras negativas. Mientras tanto, el descenso de los precios del petróleo ha permitido mejorar los déficits por cuenta corriente de varios países, como la India y el Pakistán, cuyas economías probablemente mantendrán o aumentarán ligeramente sus tasas de crecimiento. En el Asia Occidental, Turquía también se ha beneficiado de este hecho, aunque la mayoría de las economías exportadoras de petróleo de la subregión han padecido un deterioro de la relación de intercambio. Además, los conflictos militares han reducido las perspectivas de crecimiento en parte de la subregión.

La rápida recuperación de la crisis financiera mundial por parte de las economías en desarrollo parecía confirmar que estaban escapando de la atracción gravitacional de los países desarrollados y habían establecido su propia órbita económica independiente. Pero ahora esta tesis de la desvinculación no parece tan convincente, puesto que existen algunos indicios preocupantes que ya son noticia en todo el mundo en desarrollo: algunas monedas han sufrido una fuerte depreciación, los mercados de valores se tambalean, y en algunos casos se hunden, algunas grandes economías emergentes se encuentran en recesión y en varios países los déficits se están ampliando y los niveles de deuda son cada vez más elevados.

Estas son las difíciles condiciones en las que las instituciones financieras multilaterales deben cumplir sus mandatos: marcar un rumbo estable para la economía mundial y apagar rápidamente cualquier brote de incendio financiero que pueda dar lugar a una conflagración más extensa y destructiva. Pero una cosa que ha quedado clara desde el estallido de la crisis financiera mundial es que la arquitectura financiera internacional carece del equipo extintor necesario para controlar incendios más devastadores. Además, el actual sistema monetario internacional ha adquirido sus propias tendencias pirómanas, al promover intervenciones que con frecuencia han exacerbado las recesiones en curso, en vez de paliarlas, y al hacer recaer demasiado la pesada carga del ajuste en los deudores y los países deficitarios.

---

## **La contradicción de la liquidez: excesiva e insuficiente**

El colapso del sistema monetario internacional de posguerra a principios de los años setenta y la política de puertas abiertas para los grandes flujos de capitales internacionales privados han significado que el suministro de liquidez a escala mundial ya no procede únicamente de fuentes “oficiales”, como las reservas de divisas acumuladas, las líneas de crédito recíproco entre bancos centrales y las asignaciones de derechos especiales de giro (DEG), o los acuerdos de préstamo del Fondo Monetario Internacional (FMI); puede complementarse, y se ha complementado cada vez más, con la “liquidez privada” resultante de operaciones transfronterizas de instituciones financieras, como bancos, y no financieras, como empresas que facilitan créditos internacionales y/o préstamos en moneda extranjera. Esto en la práctica ha supuesto la fusión de los sistemas monetario y financiero internacionales.

El enorme aumento de la liquidez mundial de origen privado ha eliminado una posible restricción al crecimiento, pero ha contribuido también al carácter procíclico e inestable del sistema monetario internacional. La respuesta de muchos países en desarrollo ha consistido en acumular liquidez oficial en forma de reservas de divisas como medio de autoasegurarse. Estas reservas constituyen un seguro en el caso de una eventual falta de liquidez debida a una repentina sequía o reversión de los flujos de capitales. También son un subproducto de la intervención en los mercados de divisas con el fin de evitar la apreciación de la moneda de resultados de entradas de capital que no guardan relación con la financiación de las importaciones. Esto ofrece la ventaja adicional de no tener que recurrir a la asistencia del FMI en situaciones de crisis ni tener que aceptar las condiciones que suelen acompañar sus préstamos.

El volumen total de las reservas en divisas ha aumentado apreciablemente desde el comienzo del milenio y en su mayor parte corresponde a los países en desarrollo. Si bien algunas de esas reservas se han generado mediante superávits por cuenta corriente, otras son el resultado de préstamos contraídos en los mercados de capitales

internacionales. Estas reservas se han considerado a veces “excesivas” según los parámetros convencionales, como los niveles necesarios para contrarrestar fluctuaciones en los ingresos de exportación o para refinanciar deuda externa a corto plazo (hasta un año). Sin embargo, la apertura del sistema financiero, la estabilidad deseada de los tipos de cambio y la magnitud del sistema bancario nacional son otras consideraciones que deben tenerse en cuenta al determinar cuál ha de ser el nivel de las reservas. La acumulación de reservas sustanciales entraña una transferencia de recursos a los países de las monedas de reserva, ya que tales reservas suelen consistir en activos “seguros” pero de bajo rendimiento de estos países. Este es uno de los factores por los que el sistema monetario internacional es muy poco equitativo.

Esta combinación de inadecuación y falta de equidad apunta a la necesidad de disponer de formas globalmente más diversificadas y eficientes de suministro de liquidez en moneda extranjera, sobre todo en situaciones de crisis, a fin de reducir, y a la postre sustituir, las grandes reservas en divisas que se mantienen por precaución. Idealmente, la adopción de nuevas disposiciones multilaterales sería la mejor manera de corregir los puntos débiles y la falta de equidad del sistema. Para avanzar hacia un sistema monetario internacional más diversificado habría que sustituir el actual patrón dólar por un sistema múltiple que abarcara toda una serie de monedas internacionales, como el dólar, el euro, el renminbi y posiblemente otras monedas. Otra opción sería aumentar las asignaciones en DEG.

Cualquiera de estas soluciones contribuiría a reducir el costo de tomar prestadas reservas de divisas y corregiría la tendencia del sistema actual a favorecer al país de la moneda de reserva. Más aún, un sistema basado en DEG desvincularía el suministro de liquidez internacional oficial de cualquier emisor nacional. Y la creación de una alternativa real a las monedas nacionales como activos de reserva haría que los poseedores de grandes reservas de divisas no tuvieran que preocuparse tanto por mantener el poder adquisitivo de sus reservas. Asimismo, como los DEG se basan en una cesta de monedas, una mayor diversificación en sustitución de los activos denominados en dólares provocaría fluctuaciones de los tipos de cambio mucho

menores que un sistema de múltiples monedas, minimizando así los riesgos para la estabilidad financiera mundial. Esto comportaría varias ventajas, especialmente un suministro más elástico de liquidez y una mayor disciplina de los países emisores de monedas de reserva, que les impediría abusar del “privilegio exorbitante” de emitir una moneda de reserva para defender sus intereses estrictamente nacionales a expensas de los intereses mundiales más generales.

### **Posibles medidas para la reforma del sistema monetario internacional**

El objetivo a largo plazo de todo programa general de reforma debería ser la adopción de unas disposiciones multilaterales eficaces. Sin embargo, esto entraña cambios institucionales de gran alcance, que van desde un nuevo acuerdo sobre las normas para la gestión multilateral de los tipos de cambio hasta la creación de un banco central mundial e incluso de una nueva moneda global. Aun con una agenda menos ambiciosa, para que estos cambios funcionaran efectivamente haría falta una amplia coordinación de las políticas macroeconómicas. Además, habría que aumentar los recursos del FMI y reformar su gobernanza para satisfacer mejor las necesidades de los países en desarrollo, y para reforzar la capacidad del Fondo de supervisar las acciones de los países de importancia sistémica. Incluso estas modificaciones parecen imposibles de conseguir en un futuro inmediato, por diversas razones económicas y políticas.

Esto significa que, pese a todas sus deficiencias, es probable que en un futuro previsible el sistema monetario internacional mantenga el patrón dólar. El problema radica pues en cómo reformar un sistema basado en las monedas nacionales, la fluctuación generalizada y unos flujos considerables de capital internacional privado de manera que se pueda lograr un nivel razonable de estabilidad macroeconómica y financiera mundial. Para ello habrá que atenuar el papel de los flujos de capital internacional privado como fuente de liquidez internacional y conseguir que mecanismos institucionales faciliten efectivamente



suficiente liquidez internacional oficial, reduciendo de este modo la necesidad de acumular reservas de divisas en gran escala como medio de autoasegurarse, así como lograr que los países excedentarios asuman parte de la carga del ajuste.

La comunidad internacional ha afrontado este desafío, por ejemplo, mediante un mayor uso de acuerdos de permuta de divisas entre los bancos centrales para hacer frente a problemas urgentes de liquidez, y convertir *de facto* a la Reserva Federal de los Estados Unidos en el prestamista internacional de última instancia. Para ello se ha partido de tres premisas principales: primero, los bancos centrales pueden actuar con rapidez; segundo, su capacidad de crear dinero es prácticamente ilimitada; y tercero, los acuerdos de permuta con el banco central que emite la moneda en que falta liquidez no tienen repercusiones negativas en los tipos de cambio. Las permutas financieras acordadas por los bancos centrales de países desarrollados atienden principalmente a las necesidades de esos países y pueden estar motivadas por una determinada conveniencia o tendencia política. Recientemente, el Banco Popular de China ha establecido acuerdos de permuta de divisas con una gran diversidad de otros bancos centrales, en su mayor parte de países en desarrollo.

Las dificultades para diseñar y aplicar las diversas propuestas de reforma han reforzado la impresión de que autoasegurarse manteniendo grandes reservas en divisas es el único instrumento de que disponen los países en desarrollo para fomentar la estabilidad de los tipos de cambio y disponer de manera previsible y sistemática de financiación de emergencia. Sin embargo, mantener el *statu quo* plantea graves riesgos, en particular cuando las reservas en divisas se acumulan contrayendo préstamos en los mercados de crédito internacionales o recibiendo entradas de capital de cartera. Una posible solución es intentar conseguir superávits por cuenta corriente. Sin embargo, esta opción no está al alcance de todos los países y, en la medida en que requiere una devaluación, corre el grave riesgo de desencadenar una guerra de divisas o poner en peligro la sostenibilidad de la deuda. Además, la mayor tendencia a la contracción del sistema monetario internacional debida a los numerosos intentos de acumular reservas en divisas tendría

el efecto de frenar aún más una demanda mundial y una recuperación económica ya débiles de por sí.

La opción preferida para los países en desarrollo podría basarse preventivamente en una serie de iniciativas regionales e interregionales que tuvieran como objetivo fomentar la estabilidad macroeconómica y financiera regional, reducir la necesidad de acumular divisas y reforzar la resiliencia y la capacidad de afrontar crisis de la balanza de pagos. Si bien los acuerdos regionales pueden haber padecido algunas deficiencias institucionales, el mayor problema es probablemente su limitado alcance, especialmente cuando todos sus miembros reciben simultáneamente impactos externos. Para resolver el problema del alcance serían especialmente útiles los acuerdos de permuta interregionales. Otra posibilidad sería la creación de un fondo común con un incremento periódico del capital desembolsado, que podría ser utilizado por una cámara de compensación regional o un fondo de reserva para aumentar su capacidad de suministro de liquidez tomando préstamos por cuenta propia. Este podría ser también un instrumento eficaz para prevenir el contagio dentro de la región en caso de perturbaciones externas de intensidad o duración variable. Además, en una comunidad internacional heterogénea, las iniciativas regionales enérgicas podrían combinarse con otras instituciones mundiales, regionales y nacionales para crear un mejor sistema de gobernanza que los acuerdos basados exclusivamente en las instituciones financieras mundiales. Esta combinación de iniciativas a varios niveles podría ofrecer, al menos en parte, una alternativa a la acumulación de reservas y ayudar a corregir el sesgo contractivo del sistema monetario internacional, sirviendo así de trampolín para una reforma más amplia en el futuro.

### **La regulación financiera internacional: un proceso en marcha**

La crisis confirmó la desconexión creciente entre la economía real y la economía financiera; el capital especulativo se impuso al capital empresarial y los ahorros de los hogares quedaron sin protección. La

atención se ha centrado en especial, y no sin razón, en los bancos, ya que su presencia internacional los convirtió en demasiado grandes para quebrar antes de la crisis y en demasiado grandes para ser rescatados después de que esta estallara. Se necesita una supervisión más estricta de las instituciones financieras de importancia sistémica, junto con un mayor grado de gestión de las cuentas de capital. Hasta la fecha, el FMI se ha mostrado reacio a asumir esta tarea, aun cuando ahora se acepta que la vigilancia de las consecuencias negativas forma parte de su trabajo.

El programa de reforma internacional, bajo la dirección del Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), ha seguido varias iniciativas de regulación y supervisión, entre ellas los acuerdos revisados de Basilea III y disposiciones específicas para los “bancos de importancia sistémica mundial”. Aunque se presentan como un gran salto adelante, es improbable que estas reformas aumenten de manera significativa la resiliencia de los bancos. Si bien Basilea III exige que los bancos mantengan mayores coeficientes de capital mínimo en comparación con Basilea II, su metodología de ponderación del riesgo permite a los bancos mantener coeficientes de apalancamiento muy elevados, y al mismo tiempo los disuade de conceder crédito a las pequeñas y medianas empresas (pymes) y a las empresas emergentes y los innovadores. Más lamentable es quizás que la reglamentación prudencial todavía permite utilizar las propias evaluaciones de los bancos o los análisis de las agencias de calificación crediticia para calcular sus activos ponderados en función del riesgo y por consiguiente el capital que necesitan para hacer frente a pérdidas imprevistas.

Una cuestión que preocupa especialmente a los países en desarrollo que han adoptado de manera voluntaria las reglas de Basilea es que sus directrices para calcular el riesgo crediticio pueden hacer aumentar las necesidades de capital para financiar a las pymes y para invertir en proyectos a largo plazo. Además, los responsables políticos de los países en desarrollo deberían tener presente que la normativa de Basilea no se concibió para atender a sus necesidades particulares; su objetivo es armonizar las regulaciones nacionales y evitar el arbitraje regulador entre países que acogen instituciones financieras grandes, complejas y activas en el plano internacional.

Paralelamente a la adopción de estas reformas reguladoras a nivel internacional, varios países desarrollados redactaron nuevas leyes nacionales para hacer frente a los riesgos sistémicos de sus instituciones financieras. Las leyes más ambiciosas incluyen disposiciones para delimitar o separar las actividades comerciales de las actividades inversoras a fin de aislar, y de este modo proteger, los depósitos de los clientes de las actividades bancarias de riesgo y limitar la probabilidad de una corrida bancaria en caso de insolvencia. Sin embargo, aunque estas iniciativas intentan reforzar puntos débiles cruciales del sistema bancario, han encontrado una fuerte resistencia de los grupos de presión del sector bancario, que han intentado (con cierto éxito) aplazar y suavizar su aplicación.

### **Cuestiones pendientes: banca paralela y agencias de calificación crediticia**

Al concentrar las medidas en la banca tradicional no se ha prestado suficiente atención a los riesgos que entraña la expansión de un sector bancario paralelo, actividad que ha ido apareciendo a lo largo de varios decenios de liberalización y desregulación del sistema financiero. Formas innovadoras de intermediación en los mercados para el suministro de crédito y una nueva generación de gestores de activos (como los fondos especulativos) y agentes de bolsa (que a menudo trabajan en conglomerados financieros) han llevado el apalancamiento del sistema financiero a niveles sin precedentes, con consecuencias peligrosas para la estabilidad financiera. Uno de los motivos de preocupación es la calidad de los productos financieros que se han creado y comercializado. Medir la toxicidad es difícil, pero es una necesidad evidente, y las agencias de calificación crediticia han demostrado no estar a la altura de las circunstancias. Otro motivo de preocupación es que la banca paralela puede amplificar los ciclos financieros facilitando el apalancamiento cuando los precios de los activos están boyantes y provocando un rápido y profundo desapalancamiento cuando se pierde la confianza.

A pesar de la crisis, la banca paralela sigue siendo una actividad muy importante y va en aumento, también en varios países en

desarrollo. En dichos países, por lo general no funciona mediante largas, complejas y opacas cadenas de intermediación; con todo, puede crear riesgos sistémicos, tanto de manera directa, a medida que aumenta su importancia en el sistema financiero general, como indirecta, a través de sus interconexiones con el sistema bancario regulado. En realidad, el hecho de que las reformas se centren en el sector financiero regulado podría provocar incluso un desplazamiento de las actividades bancarias hacia el sistema paralelo.

En un mundo de endeudamiento creciente, las agencias de calificación crediticia desempeñan un papel central en la gobernanza del sistema financiero. Unas cuantas empresas (las “Tres Grandes”) que dominan este negocio exhiben un historial de resultados bastante pobres. Se las ha acusado de conflictos de intereses y de defraudar a los inversores al asignar evaluaciones excesivamente favorables a algunos instrumentos financieros (a menudo en beneficio de los clientes que les pagan), entre ellos algunos valores hipotecarios de extremo riesgo. También influyen enormemente en la opinión que se forman los inversores de la solvencia de los emisores de deuda soberana. La crisis de 2008 reveló de qué manera las calificaciones generalmente se basan en opiniones preconcebidas y no en los datos macroeconómicos fundamentales, lo que puede tener efectos perjudiciales en las estrategias de desarrollo al hacer aumentar de forma injustificada los costos del endeudamiento de algunos gobiernos que han recibido una calificación peor. Ahora se reconoce que el uso generalizado de esas calificaciones constituye una amenaza para la estabilidad financiera y una causa de riesgos sistémicos. De hecho, siguiendo las indicaciones del CEF, se pide a los países que no confíen tanto de manera automática en las agencias de calificación crediticia. Con todo, las evaluaciones de esas agencias siguen teniendo una fuerte repercusión en la asignación de activos y en los tipos de interés que los prestatarios deben pagar para conseguir financiación. Sus calificaciones son ampliamente utilizadas por los bancos para su regulación prudencial, ya que las normas de Basilea II y III les permiten ponderar los riesgos para determinar las necesidades de capital basándose en las evaluaciones de las agencias. Las calificaciones crediticias también se utilizan en operaciones llevadas a cabo en el

mercado abierto por los bancos centrales y sirven de orientación para las estrategias de los fondos de inversión.

El desafío de hacer frente a la inestabilidad financiera a nivel internacional también tiene implicaciones para muchos países en desarrollo con una presencia comercial cada vez mayor de bancos de propiedad extranjera. Estos bancos pueden tener una importancia sistémica para el país anfitrión, aunque sus actividades representen tan solo una pequeña parte de sus negocios mundiales. Esto crea problemas de regulación para los supervisores del país, en especial cuando el país de origen y el país anfitrión no coordinan la supervisión de las actividades de los bancos transnacionales. Asimismo, si bien estos bancos pueden facilitar el acceso a capital extranjero, por el mismo motivo pueden provocar también fuertes oscilaciones en los flujos de capitales y contribuir a la aparición de distintos tipos de riesgos, como las burbujas de activos. Este problema exige una regulación específica.

### **Hacia una agenda más audaz**

Las reformas reguladoras posteriores a la crisis han tendido más a preservar que a transformar el sistema financiero. Se necesita una agenda de reformas más ambiciosa si se quiere que las finanzas sean menos frágiles y atiendan mejor a las necesidades de la economía real y de la sociedad. Las iniciativas en curso no serán suficientes para reforzar la regulación prudencial elevando las exigencias de capital y de liquidez; también será preciso introducir reformas estructurales que se centren tanto en la estabilidad financiera como en los objetivos sociales y de desarrollo.

Estas reformas deberían incluir una delimitación de las actividades financieras que establezca una separación estricta entre la banca minorista y la banca de inversión, sobre todo a nivel internacional, y una regulación de las actividades que actualmente lleva a cabo el sistema bancario paralelo. Sin embargo, esta delimitación por sí sola no garantizará que el sistema financiero asigne recursos suficientes para alcanzar los objetivos generales de desarrollo. Como los riesgos que entraña la financiación del desarrollo superan los límites que los bancos

comerciales están dispuestos a aceptar, el Estado debería tomar diversas medidas para contribuir a configurar un sistema más diversificado, tanto en sus instituciones como en sus funciones.

La calificación crediticia sigue siendo esencial para un sector financiero sano. Sin embargo, la actuación de las agencias existentes ha sido muy deficiente, sobre todo a la hora de prever graves crisis. Tras el reconocimiento general de que la concentración del sector en las tres mayores agencias de calificación internacionales ha creado una situación de falta de competencia, se requieren cambios sustanciales para eliminar los conflictos de intereses, por ejemplo cambiando el modelo empresarial de manera que pague el suscriptor en vez del emisor. Pero este nuevo modelo requeriría algún tipo de intervención del sector público para evitar que se beneficiaran quienes no aportan nada. Otras medidas más radicales consistirían en eliminar por completo el uso de las calificaciones a efectos reguladores, o en transformar las agencias de calificación en entidades públicas, ya que prestan un servicio público. Asimismo, los bancos podrían pagar honorarios a una entidad pública que decidiera quiénes deben calificar los valores. Otra posibilidad sería que los bancos volvieran a asumir lo que tradicionalmente ha sido una de sus tareas más importantes: evaluar la solvencia crediticia de sus posibles prestatarios y la viabilidad económica de los proyectos que van a financiar.

La regulación ya no debería ser un obstáculo para la financiación de inversiones a largo plazo o de innovaciones y pymes simplemente por el hecho de que parecen presentar más riesgos desde un punto de vista estrictamente prudencial. De hecho, con una regulación efectiva, estos préstamos estimularían el crecimiento y en realidad mejorarían la calidad general de los activos en poder de los bancos.

### **El problema recurrente de las crisis de la deuda externa**

De Accra a Kiev y de Atenas a San Juan, las dificultades de la deuda externa han sido noticia durante los últimos meses. La deuda

externa no es sí misma un problema; de hecho, los instrumentos de deuda son un componente importante de toda estrategia financiera y, en la medida en que se utilizan para ampliar la capacidad productiva, contribuyen a elevar las rentas y los ingresos de exportación que se necesitan para el servicio de dicha deuda. Sin embargo, cuando la deuda externa es primordialmente el resultado de grandes aumentos de las entradas de capital privado que por lo general no guardan relación con la financiación del comercio y la inversión en la economía real, puede dar origen a burbujas de activos, sobrevaloración de monedas, importaciones innecesarias e inestabilidad macroeconómica. En tales circunstancias, las obligaciones del deudor pueden rebasar rápidamente su capacidad de generar los recursos necesarios para el servicio de su deuda.

Aproximadamente durante el último decenio, la situación de la deuda externa de la mayoría de países en desarrollo mejoró debido a la combinación de un fuerte crecimiento económico, unos tipos de interés favorables y medidas internacionales de alivio de la deuda. Como porcentaje del INB, el volumen de la deuda externa disminuyó claramente con respecto a los niveles máximos alcanzados en los años noventa, en la mayoría de las regiones por debajo del 30%. De manera análoga, los pagos por los intereses de esta deuda representaron entre un 1% y un 6% de las exportaciones en 2013, en comparación con el 15% (por término medio) en los años ochenta y noventa. La composición de la deuda también cambió, pasando predominantemente de préstamos bancarios sindicados a la financiación mediante la emisión de bonos, y algunos países, en particular del África Subsahariana, participaron hace poco por primera vez en los mercados internacionales de bonos. Mientras tanto, un número cada vez mayor de países en desarrollo emergentes han podido atraer a compradores extranjeros de deuda denominada en moneda local.

Sin embargo, es prematuro considerar estas tendencias como garantía de un futuro económico sólido. Los niveles mundiales de deuda han aumentado de nuevo desde 2011, sobre todo a causa de los empréstitos contraídos por el sector público de algunas economías desarrolladas, pero también por los fuertes aumentos del endeudamiento



del sector público de países en desarrollo de bajos ingresos, así como por los préstamos contraídos predominantemente por el sector privado de algunas economías en desarrollo emergentes. Los gestores de activos extranjeros pueden deshacer rápidamente posiciones enteras de deuda interna de un país y salir del mercado por razones que poco tienen que ver con los parámetros económicos fundamentales, provocando graves repercusiones en los tipos de interés internos y los tipos de cambio de ese país. Por consiguiente, varias economías en desarrollo y en transición podrían encontrar en breve cada vez más dificultades para el servicio de la deuda, por cuanto es probable que los tipos de interés históricamente bajos de los Estados Unidos vayan aumentando de forma gradual en los próximos años, mientras que las oportunidades para exportar a los países desarrollados siguen siendo modestas y los precios de los productos básicos están estancados o siguen cayendo. Existe el peligro de que el rápido aumento de la deuda externa privada repita la misma pauta que se dio antes de la crisis latinoamericana de los años ochenta y de la crisis asiática de los noventa, y que pasivos privados acaben en los balances del sector público. Si bien los niveles bastante más altos de ingresos en divisas de estos países podrían aplazar el estallido de las crisis, y mitigar sus repercusiones cuando se produzcan, en cualquier caso los actuales niveles elevados de la deuda hacen a esos países muy vulnerables en caso de que desaparezcan de repente las posibilidades de conseguir crédito exterior.

En realidad, es probable que los graves problemas de la deuda reflejen un comportamiento irresponsable tanto de los acreedores como de los deudores. Sin embargo, con la llegada de la rápida liberalización y apertura financiera, la variación de las condiciones económicas y de la percepción del riesgo en los países desarrollados es un factor clave que puede causar graves dificultades para el reembolso de la deuda de los países en desarrollo. La experiencia de los últimos decenios enseña que los movimientos de capitales pueden revertirse de repente, a veces por simple contagio, y provocar crisis de la deuda externa. Con gran rapidez pueden producirse fuertes depreciaciones de las monedas, dificultades en los bancos, quiebras de empresas y pérdidas de puestos de trabajo, obligando al sector público a intervenir para contener las crisis, mediante rescates económicos, financiación de emergencia y medidas anticíclicas.

Es por esta concatenación de circunstancias que las crisis de la deuda externa a menudo se convierten en crisis de las finanzas públicas.

Siempre que los impagos de la deuda privada no afecten a la economía en general, su gestión consiste básicamente en aplicar el derecho mercantil en la jurisdicción donde se emitió la deuda. Sin embargo, la deuda externa soberana plantea problemas de otro tipo. El principal es, sin duda, el hecho de que la gestión macroeconómica de la deuda soberana tiene unas repercusiones sociales, económicas y políticas de gran alcance que afectan a poblaciones enteras, sobre todo en lo que respecta a la prestación de servicios públicos. Además, los deudores soberanos son a un tiempo más y menos vulnerables que los privados. Por una parte, a diferencia de los deudores privados, los soberanos que no pueden costear el servicio de su deuda tampoco pueden acogerse a la ley de quiebras para reestructurar o retrasar los pagos. Por otra, los acreedores no pueden incautarse fácilmente de bienes públicos no comerciales en pago por la deuda soberana no reembolsada. Así pues, tradicionalmente los problemas de la deuda soberana se han abordado mediante negociaciones directas entre los deudores soberanos y sus acreedores.

El sistema actual de reestructuración de la deuda soberana está muy fragmentado y se basa en diversas disposiciones *ad hoc*. Este sistema ha resultado con frecuencia ineficiente. En primer lugar, los problemas de la deuda externa soberana suelen afrontarse demasiado tarde y con pocos medios. Los gobiernos deudores suelen ser reacios a reconocer que tienen problemas de solvencia por temor a provocar salidas de capital, dificultades financieras y crisis económicas, mientras que los acreedores privados tienen un interés obvio en retrasar el reconocimiento expreso de que existe una crisis de solvencia, porque con toda probabilidad van a sufrir pérdidas netas. Los acreedores oficiales suelen ser partidarios de dar largas al asunto y prestar apoyo de emergencia para cubrir presuntas carencias de liquidez. Estos fondos a menudo se utilizan para reembolsar a los acreedores privados en vez de apoyar la recuperación económica. En segundo lugar, el sistema actual hace recaer la carga del ajuste en las economías deudoras por las condicionalidades previstas en los préstamos, que exigen políticas de austeridad y reformas estructurales

con un claro efecto recesivo. Y por último, debido a la defensa cada vez más firme de los derechos de los acreedores y al rápido aumento de la financiación mediante bonos en los mercados de deuda externa, la reestructuración de la deuda soberana es ahora enormemente compleja. Además de que a menudo intervienen en ella miles de tenedores de bonos con intereses divergentes y múltiples jurisdicciones, esto también ha facilitado la aparición de fondos muy especulativos administrados por obligacionistas que no quieren cooperar, en particular los llamados fondos buitres. Estos fondos compran bonos soberanos morosos con un considerable descuento con la única intención de pleitear contra los gobiernos para conseguir su reembolso al valor nominal más los intereses, los atrasos y las costas judiciales, lo que puede reportarles beneficios de hasta un 2.000%.

### **Enfoques alternativos de la reestructuración de la deuda soberana**

Se reconoce cada vez más la urgencia de adoptar un enfoque más eficiente y más equitativo de la reestructuración de la deuda soberana. Se están debatiendo tres planteamientos que se refuerzan mutuamente. El primero pretende reforzar el sistema existente de reestructuración de la deuda basado en el mercado aclarando y adaptando sus fundamentos jurídicos. Prevé, por ejemplo, mejoras en las denominadas cláusulas de acción colectiva en los contratos de bonos. Estas permiten a una mayoría (amplia) de tenedores de bonos votar a favor de una reestructuración de la deuda que luego pasa a ser jurídicamente vinculante para todos los obligacionistas. Otros ejemplos consisten en aclaraciones de la cláusula *pari passu* (igualdad de trato de los tenedores de bonos) en los contratos de deuda y las disposiciones sobre pagos contingentes. Estas últimas hacen que los pagos futuros de los deudores soberanos dependan de condiciones económicas observables, por ejemplo mediante el uso de bonos indizados según el PIB o bonos convertibles-contingentes (llamados CoCos). La principal ventaja de este enfoque es que tiene carácter voluntario y consensual. Sin embargo, no aborda posibles problemas con los contratos de deuda pendiente, a menudo se limita a

determinados tipos de deuda (como los bonos en el caso de las cláusulas de acción colectiva), y apenas se ocupa de la prevención de las crisis de la deuda y de la resolución de la deuda soberana con el fin de lograr una rápida recuperación macroeconómica y volver a crecer.

Un segundo enfoque se centra en los principios del derecho blando contenidos en el derecho internacional público. Su objetivo es llegar a una solución internacionalmente aceptada de la reestructuración de la deuda soberana, con un grado de coordinación, y posiblemente de descentralización, mayor que el enfoque contractual basado en el mercado. Estos principios generales del derecho suelen reflejar normas de comportamiento no escritas o prácticas consuetudinarias reconocidas en la mayoría de los ordenamientos jurídicos internos y deberían ser aplicables en el contexto del derecho internacional vigente. Entre los principios básicos actualmente en examen figuran la soberanía, la legitimidad, la imparcialidad, la transparencia, la buena fe y la sostenibilidad.

Hay diversas maneras de promover un enfoque basado en los principios. Una opción se centra en su institucionalización y aplicación basadas en directrices generales acordadas a nivel internacional, en foros ya establecidos o bien en órganos nuevos e independientes. Otra opción compatible utiliza la legislación interna, como la Ley de Alivio de la Deuda (Países en Desarrollo) del Reino Unido de 2010 o la reciente ley belga “relativa a la lucha contra las actividades de los fondos buitres”. Si bien tales principios se apoyan en gran medida en mecanismos existentes de negociación y reestructuración, utilizándolos de manera flexible, su principal limitación es que no tienen carácter vinculante, y no existe ninguna garantía de que una masa crítica de las partes interesadas esté dispuesta a adherirse a ellos.

Este problema solo puede resolverse adoptando un enfoque multilateral y normativo en toda regla. La característica fundamental de este tercer enfoque de la reestructuración de la deuda soberana es que las decisiones jurídicas en los casos de reestructuración se registrarían por un *corpus* de leyes internacionales acordado previamente como parte de un mecanismo internacional de renegociación de la deuda. El

objetivo esencial de todo órgano o tribunal de reestructuración de la deuda soberana sería ofrecer un sistema transparente, previsible, justo y efectivo de resolución de la deuda, y sus decisiones serían vinculantes para todas las partes y universalmente aplicables.

Los partidarios de mecanismos y procedimientos multilaterales de renegociación de la deuda han señalado a menudo la asimetría existente entre las enérgicas leyes nacionales de quiebras, que son parte integrante de una economía de mercado sana, y la falta de una contrapartida para aplicarla a la reestructuración de la deuda soberana. Las disposiciones de renegociación de la deuda deberían cumplir dos objetivos básicos. En primer lugar, deberían ayudar a prevenir un colapso financiero en los países que tienen dificultades para cumplir sus obligaciones externas. Un colapso semejante suele provocar una pérdida de confianza de los mercados, el hundimiento de la moneda y subidas drásticas de los tipos de interés, lo que daña gravemente los balances públicos y privados, y causa grandes pérdidas de producción y empleo y un gran aumento de la pobreza. En segundo lugar, deberían ofrecer mecanismos para facilitar una reestructuración equitativa de la deuda que ya no pueda pagarse según las condiciones del contrato original. El logro de estos objetivos implica adoptar unas cuantas medidas muy sencillas: una interrupción temporal de todos los pagos previstos, ya sean públicos o privados; una suspensión automática de las acciones judiciales de los acreedores; controles temporales de tipos de cambio y capitales; la financiación provisional de deudores en suspensión de pagos para que puedan seguir efectuando operaciones vitales por cuenta corriente; y, por último, la reestructuración y el alivio de la deuda.

La adopción de una solución normativa de este tipo para la reestructuración de la deuda ha encontrado considerable resistencia. Pero su principal ventaja radica precisamente en que, si tiene éxito, promueve una serie de normas y prácticas que reflejan unos objetivos y principios a largo plazo que están por encima de cualquier interés particular. Impulsar el trabajo en los tres frentes sería una manera constructiva de intentar llegar a un consenso sobre la reestructuración eficaz de la deuda.

---

## Necesidad de una mayor asistencia oficial para el desarrollo

Una de las limitaciones del actual sistema financiero internacional es su relativa incapacidad de proporcionar los niveles deseados de financiación internacional para el desarrollo y para inversiones a largo plazo. Como ya se examinó largo y tendido en anteriores *Informes sobre el Comercio y el Desarrollo*, los recursos internos (tanto privados como públicos) seguirán siendo las fuentes más importantes de fondos para inversiones a largo plazo en la mayoría de países en desarrollo. Sin embargo, la financiación internacional —en especial la que se concede a largo plazo— puede desempeñar un papel importante cuando la financiación nacional es escasa o nula en algunos sectores clave. Un problema básico es que, si bien la financiación internacional pública puede verse demasiado influenciada por consideraciones políticas, los mercados financieros internacionales privados tienden a invertir menos de lo necesario en proyectos clave de países en desarrollo, porque estos suelen tener a menudo largos períodos de gestación, presentan externalidades y complementariedades significativas entre diversas inversiones interrelacionadas, así como incertidumbre acerca del resultado final, o porque los mercados carecen de información acerca de las necesidades especiales de las pymes y de las empresas emergentes.

La desconexión resultante entre la rentabilidad privada y la social constituye un problema de larga data a todos los niveles del desarrollo y requiere una mayor intervención de Estado para proporcionar el tipo apropiado de financiación, sobre todo al servicio del desarrollo. La mayoría de las grandes iniciativas de inversión exitosas han conseguido combinar con eficacia de un modo u otro la parte pública y la parte privada, y así puede decirse que, en el sentido más básico, toda la financiación del desarrollo es mixta. Las cuestiones principales son quién hace esta mezcla, cómo y con qué fin.

La asistencia oficial para el desarrollo (AOD) sigue teniendo una función crucial en la movilización de recursos, sobre todo destinados a los países en desarrollo más pobres y vulnerables, por ejemplo para

prestar apoyo presupuestario. Esta forma de financiación suele ser más estable que otros tipos de capital exterior, y si bien la evidencia empírica es ambigua, los proyectos que han tenido éxito tras recibir abundante AOD hacen pensar que esta puede tener un efecto catalítico para el crecimiento y el desarrollo. Sin embargo, las tendencias de la AOD no son alentadoras: aunque ha aumentado durante el último decenio, y en términos absolutos ha alcanzado niveles sin precedentes, por término medio representó tan solo el 0,29% del INB de los donantes en 2014, muy por debajo del nivel deseado y prometido del 0,7% del INB e incluso inferior al nivel de principios de los años noventa. Además, en parte como resultado de los intentos de lograr los Objetivos de Desarrollo del Milenio, la AOD se ha centrado cada vez más en los sectores sociales y solo una parte menor y decreciente (menos del 40% del total) se ha destinado al desarrollo de la infraestructura económica, los sectores productivos y los servicios correspondientes.

La cooperación entre países en desarrollo se está intensificando. La asistencia para el desarrollo Sur-Sur aumentó hasta representar alrededor del 10% o más (según como se mida) de la cooperación total para el desarrollo en 2011. Estos flujos también suelen orientarse más hacia el desarrollo de la infraestructura y las actividades económicas en comparación con los flujos tradicionales Norte-Sur, aunque contienen un mayor grado de ayuda vinculada y bilateral.

En general, sin embargo, el volumen de los flujos oficiales actuales sigue estando muy por debajo de lo necesario, e incluso si los países donantes cumplieran (como deberían) el objetivo de aportar una AOD equivalente al 0,7% de su INB, todavía sería insuficiente para cubrir la falta de infraestructura y otros tipos de financiación. Estos problemas se ven agravados por la necesidad de financiar bienes y servicios públicos a nivel mundial relacionados con la mitigación y adaptación al cambio climático. Por ejemplo, entre 2010 y 2012 se movilizaron 35.000 millones de dólares con este fin. Esta cifra es muy inferior a los 100.000 millones de dólares anuales prometidos para 2020 según el Acuerdo de Copenhague. Además, la mayoría de estos recursos se han

---

contabilizado también como AOD, lo que significa que claramente no son financiación “adicional”.

En este contexto, la idea de “financiación mixta” se plantea como medio de utilizar la asistencia para el desarrollo con el fin de atraer capital privado. Sin embargo, en los debates no parece tenerse en cuenta la larga historia de la financiación mixta y se evita preguntar quién hace la mezcla, cómo y con qué fines. La comunidad internacional tiene que seguir estudiando cómo funcionarían estos sistemas en la práctica, tomando en consideración no solo sus ventajas sino sus posibles escollos. La AOD ya es una mezcla de donaciones y préstamos (subvencionados), con una mayor tendencia hacia los préstamos en los últimos años. La OCDE informa de que la cantidad de “ayuda” facilitada en forma de préstamos se duplicó pasando de 9.000 millones de dólares en 2006 a 18.000 millones en 2013. Preocupa ante todo la posibilidad de que, de resultas de esta ayuda, los riesgos se transfieran del sector privado al sector público.

### **Alianzas público-privadas**

Últimamente, a raíz de la creciente financiarización, la idea de atraer recursos públicos para la financiación a largo plazo ha estado vinculada concretamente a las alianzas público-privadas (APP).

La utilización de APP ha aumentado enormemente en los países en desarrollo durante los últimos decenios y se está fomentando decididamente para después de 2015 con la esperanza de que, gracias a la contribución del sector privado, los millones de dólares se conviertan en miles de millones e incluso en billones. Con todo, si bien las APP han tenido a veces éxito en algunos países y actividades, suelen descuidarse las áreas y servicios más necesitados, por ejemplo en los países menos adelantados o en los servicios de abastecimiento de agua. Además, aunque haya aumentado el número de APP, en muchos lugares la experiencia enseña que no consiguen crear financiación “adicional”



en un sentido económico real; de hecho, su utilización todavía suele limitarse a una maniobra contable para eliminar deudas de proyectos de los presupuestos del Estado. Incluso en países o regiones con un largo historial de APP, los gobiernos aportan a menudo la mayor parte de la financiación. Se requiere especial cautela al evaluar los costos fiscales a largo plazo para los gobiernos, ya que la escala de pasivos y obligaciones asumidas por los gobiernos mediante las APP ha sido con frecuencia mucho mayor de lo previsto.

Cuando inversores internacionales han participado como socios en APP, los gobiernos pueden incurrir en obligaciones contingentes debidas a la volatilidad de los tipos de cambio o a perturbaciones macroeconómicas; otras obligaciones pueden derivarse de unas expectativas excesivamente optimistas acerca de la demanda de los consumidores o de unos gastos de ejecución mayores de lo previsto que ponen en peligro la supervivencia de un proyecto. Aun cuando un proyecto funcione según lo previsto, la carga fiscal que se genera durante todo el período de vida del proyecto, a diferencia de la que se limita a la fase de construcción, ha inducido a algunos gobiernos a revisar todas las APP y preparar nuevas directrices. Algunos gobiernos insisten en utilizar una contabilidad en valores devengados en la que se explicitan todas las obligaciones contingentes y futuras, y no solo las que pueden contraerse a corto plazo durante la fase de construcción. En otros casos, los resultados insatisfactorios conseguidos mediante las APP han motivado el rápido abandono de algunos proyectos, que no han sido reactivados. Más de 180 ciudades y comunidades de 35 países han recuperado el control de sus servicios de abastecimiento de agua, por ejemplo, incluso en ciudades conocidas internacionalmente por sus proyectos hídricos basados en APP.

### **La mezcla de lo nuevo con lo viejo: fondos soberanos y bancos de desarrollo**

Un problema importante para las fuentes de inversiones a largo plazo tiene que ver con las actividades productivas que podrían dar

---

beneficios pero que los inversores privados evitan a causa de fallos del mercado. La mejor manera de corregir esos fallos clásicos del mercado es por medio de instituciones financieras públicas especializadas.

Una de esas instituciones es el fondo soberano. Estas sociedades instrumentales son propiedad de autoridades nacionales o regionales con grandes cantidades de activos extranjeros que desean invertir en vez de mantener como reservas internacionales. Los fondos soberanos son objeto de una atención cada vez mayor, no solo por el volumen inmenso de sus activos combinados (estimado actualmente en unos 7 billones de dólares), sino también porque más de 40 economías en desarrollo y en transición poseen casi 6 billones de esos activos. Los recursos de estos fondos están muy concentrados; por ejemplo, casi el 90% de los fondos totales correspondientes a los países en desarrollo se encuentran en solo siete países, pero incluso en los países restantes, donde el valor de los activos es relativamente modesto, se trata en todo caso de sumas considerables que pueden repercutir en el desarrollo. En la actualidad, sin embargo, tan solo en pocos casos los fondos soberanos están diseñados directamente para invertir en actividades orientadas al desarrollo; la mayoría de ellos adoptan las mismas decisiones de cartera que los inversores privados tradicionales.

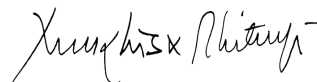
No es este el caso de los bancos de desarrollo, que están concebidos específicamente para compensar el cortoplacismo de los flujos y los mercados de capitales privados. Tienen el mandato claro de apoyar proyectos de desarrollo y como base de financiación pueden buscar capitales a largo plazo y a bajo costo en los mercados internacionales. Estos bancos pueden conceder a los países de bajos ingresos préstamos para proyectos de desarrollo a tipos de interés subvencionados; estos créditos en condiciones de favor representan alrededor del 30% de su cartera total de préstamos. También pueden desempeñar una importante función anticíclica, facilitando financiación a proyectos para colmar las lagunas que dejan los prestamistas privados que se retraen durante épocas de desaceleración o crisis.

Sin embargo, a pesar de la importante función que desempeñan, sin nuevas inyecciones de capital los bancos de desarrollo multilaterales

y regionales tradicionales pueden aportar tan solo una contribución limitada a la financiación necesaria para el desarrollo, dada su escasa capacidad de préstamo. La cooperación Sur-Sur ayuda a subsanar esa carencia a través de los bancos de desarrollo subregionales que han aparecido en el mundo en desarrollo. Estos pueden tener un papel importante: en América Latina, por ejemplo, los préstamos aprobados por la Corporación Andina de Fomento ascendieron a 12.000 millones de dólares en 2014, aproximadamente la misma cantidad que los préstamos totales del Banco Interamericano de Desarrollo. Algunos de los nuevos bancos regionales para países en desarrollo pretenden extender sus actividades más allá de su región, como por ejemplo el nuevo Banco Asiático de Inversión en Infraestructura creado en 2014, que cuenta entre sus miembros fundadores a países en desarrollo y desarrollados de fuera de Asia. Algunos bancos nacionales están también dispuestos a invertir en el plano regional o internacional, facilitando financiación externa como parte de sus operaciones. En 2014, el volumen de préstamos desembolsados por el Banco de Desarrollo de China, el Banco de Exportación e Importación de China y el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social del Brasil (conocido por su sigla BNDES) ascendió en total a 1.762 millones de dólares, o sea más del quintuple del total de préstamos pendientes de reembolso del Banco Mundial, que era de 328.000 millones de dólares. Así pues, el panorama de la banca de desarrollo está cambiando notablemente, tanto en respuesta a nuevas necesidades de inversión como de resultas de la mayor tendencia a la cooperación y la participación mundial Sur-Sur.

En resumen, sigue habiendo una necesidad crucial de apoyo público a la financiación del desarrollo a largo plazo, tanto a nivel internacional como nacional. Esta necesidad no se ha satisfecho, ni siquiera mediante la aparición de mecanismos innovadores para atraer financiación ni mediante la AOD. En parte, esto tiene que ver con las características intrínsecas de algunas de las actividades que han de financiarse: el desarrollo de infraestructura siempre entrañará la necesidad de financiación abundante, variable y a largo plazo; las pymes y las empresas emergentes siempre supondrán un riesgo mayor que muchos otros prestatarios; y los mercados nunca financiarán

externalidades sociales positivas que no puedan entenderse en términos de beneficio. Sin embargo, también refleja el estado actual de la economía mundial, en el que resulta irónico que los inversores privados parezcan dispuestos a aceptar rendimientos muy bajos de los bonos estatales en vez de correr el riesgo de invertir en empresas productivas privadas.



Mukhisa Kituyi  
Secretario General de la UNCTAD



